



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale in  
Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

**INFORMATIVA E ANALISI DEL RISCHIO ATTRAVERSO  
IL BILANCIO INTEGRATO**

**Relatrice**

Ch.ma Prof.ssa Marisa Agostini

**Laureando**

Matteo Tavella

Matricola 861920

**Anno accademico**

2020/2021



*Ringrazio la Prof.ssa Agostini per essere stata  
disponibile a svolgere l'incarico di relatore per la mia tesi.*

*Ringrazio la mia famiglia, i miei amici, i compagni di università,  
che mi sono stati vicini in questi cinque anni.*

*GG WP*

# Indice

<b>INTRODUZIONE</b> .....	1
<b>CAPITOLO 1: ANALISI DELL'EVOLUZIONE NORMATIVA INERENTE LA <i>RISK DISCLOSURE</i> NEL BILANCIO INTEGRATO</b> .....	4
1.1 IL BILANCIO INTEGRATO E SOCIALE .....	4
1.1.1 Descrizione .....	4
1.1.2 Storia .....	6
1.1.3 Principi e linee guida riguardanti il bilancio sociale e integrato .....	7
1.1.4 Sviluppo normativo riguardante la disclosure di carattere non finanziario .....	17
1.2 IL RISCHIO AZIENDALE .....	22
1.2.1 Descrizione .....	22
1.2.2 Gestione del rischio .....	25
1.2.3 La disclosure sul rischio .....	30
1.2.4 La disclosure sul rischio dell'<IR> framework .....	31
1.2.5 L'evoluzione normativa riguardante la disclosure del rischio .....	32
<b>CAPITOLO 2: ANALISI STRUTTURATA DELLA LETTERATURA</b> .....	43
2.1 DOMANDA DI RICERCA .....	43
2.2 ANALISI DELLA LETTERATURA .....	44
2.2.1 Impatto del bilancio integrato sul valore di mercato dell'impresa .....	44
2.2.2. Fattori che influenzano la risk disclosure .....	50
2.2.3 Vantaggi e ostacoli riguardanti l'adozione del bilancio integrato .....	52
2.2.4. Qualità e quantità della risk disclosure nei bilanci integrati comparata a quelli convenzionali .....	53
<b>CAPITOLO 3: ANALISI DESCRITTIVA DEI DATI RACCOLTI NEI BILANCI INTEGRATI</b> .....	59
3.1. DESCRIZIONE DEL CAMPIONE .....	59
3.1.1. Il campione di analisi .....	61
3.2. PROCESSO DI RICERCA .....	63
3.2.1 Criteri di rilevanza .....	64
3.2.2. Definizione delle variabili .....	66
3.2.3. Misurazione delle variabili .....	67
3.2.4. Elaborazione dei dati .....	68
3.2.5. L'analisi dei dati .....	68

<b>CONCLUSIONI</b> .....	87
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	93



# Introduzione

Il rischio rappresenta un elemento focale per l'attività aziendale e per la sua capacità di creare valore. Nell'ultimo decennio questo fattore ha assunto notevole rilevanza e le sue pratiche di gestione e divulgazione all'interno delle aziende hanno cominciato ad evolversi in maniera esponenziale. Dalla crisi finanziaria del 2007-2008 si è infatti notato come questo aspetto sia sempre stato sottovalutato, espandendo tutte le conseguenze all'intero sistema economico. Ciò ha portato allo sviluppo di determinate normative e linee guida apposite per le imprese e istituzioni, che impongono alle imprese di divulgare determinate informazioni riguardo ai rischi affrontati, in modo che tutti i soggetti esterni all'impresa possano comprenderne il grado di rischio nel caso in cui decidano di intraprendere relazioni con quella determinata azienda.

Il bilancio integrato rappresenta un "nuovo" modello di rendicontazione aziendale, utilizzato dalle imprese per comunicare all'esterno come viene creato il valore nel breve, medio e lungo periodo. Questo tipo di bilancio rappresenta l'unione in un unico documento del report annuale convenzionale, dove sono presenti le informazioni finanziarie, e il report di sostenibilità, in cui vengono comunicate le informazioni non finanziarie. Pur essendo volontari, i bilanci di sostenibilità sono molto richiesti dai soggetti esterni all'impresa, in quanto costituiscono degli strumenti chiave per comunicare il processo di creazione del valore nelle aziende. L'importanza della redazione di questo tipo di bilancio è molto importante anche per il fatto che, nel contesto attuale, rispetto a qualche tempo fa, le attività immateriali sono divenute più rilevanti rispetto a quelle materiali (possiamo infatti notare che nella maggior parte delle imprese buona parte del valore è data dagli asset intangibili), e vi è una maggior consapevolezza degli impatti ambientali e sociali. Allo scopo di promuovere l'utilizzo di questo tipo di bilancio, nel tempo sono stati creati diversi framework per agevolare le aziende a sviluppare questo tipo di rendicontazione, e sono tuttavia in continua evoluzione, in quanto il bilancio integrato ha tutt'ora una storia breve.

In questa tesi si è deciso di analizzare un campione di 21 bilanci integrati di 18 imprese sparse in tutti e 5 i continenti, per analizzare come la risk disclosure si differenzia nei vari bilanci in base a determinati criteri. In particolare, il primo capitolo è suddiviso in due parti: nella prima si è deciso di dare una descrizione generale e più specifica riguardo al bilancio integrato, e all'evoluzione della sua normativa; nella seconda parte invece viene data una panoramica relativa al rischio e alla sua gestione, e poi viene fatta un'analisi in base all'evoluzione della normativa inerente alle informazioni

da divulgare riguardanti il rischio. Riguardo al bilancio integrato e ai report di sostenibilità, sono state rilevate le linee guida di rendicontazione come l'<IR> framework e le iniziative GRI. Per quanto riguarda la normativa inerente alla risk disclosure, si è dato uno sguardo all'importante direttiva di rendicontazione europea 2014/95/UE (direttiva NFRD) che ha reso per la prima volta obbligatoria la divulgazione delle informazioni di carattere non finanziario per alcune imprese. Poi è stata analizzata la nuova direttiva CSRD, entrata in vigore nel 2021, con lo scopo di modificare alcune lacune presenti nella direttiva NFRD, come ad esempio l'estensione dei limiti di tale direttiva anche alle imprese di più piccole dimensioni, in quanto considerate rilevanti.

Il secondo capitolo è dedicato all'analisi della letteratura riguardante la risk disclosure e al bilancio integrato. In particolare, si è deciso di proseguire seguendo un preciso protocollo di analisi (Agostini, Chiacchi, Giuliani, 2020). Si è proceduto al censimento dei contributi e dei loro riferimenti bibliografici utilizzando la banca dati Scopus, considerata come strumento leader nell'analisi delle citazioni, con l'obiettivo di approfondire e delineare il percorso della letteratura riguardante il bilancio integrato e l'analisi del rischio. Gli articoli sono stati individuati scrivendo nella barra di ricerca alcune parole chiave inerenti allo studio di questa tesi, come ad esempio "risk disclosure", "integrated reporting", ecc... dopodichè i risultati trovati sono stati filtrati includendo solamente quelli più rilevanti per l'analisi, e sono stati discussi. L'analisi è stata focalizzata sul ruolo del bilancio integrato e le performance di sostenibilità, sui vantaggi e gli ostacoli rilevati dalla loro adozione e agli effetti che produce. Inoltre sono stati analizzati i fattori che influenzano la risk disclosure nel bilancio integrato ed è stato analizzato il modo in cui sono state divulgate le informazioni in alcuni report. I risultati trovati sono stati utilizzati come base per procedere all'analisi della risk disclosure nelle imprese analizzate nel capitolo 3.

Il terzo capitolo riguarda l'analisi del campione e l'analisi descrittiva dei dati raccolti. Nella prima parte viene descritto il modo in cui si è proceduto ad analizzare i dati e la descrizione delle imprese prese in considerazione, mentre per quanto riguarda la seconda parte si sono analizzati, tramite grafici e tabelle, i risultati rilevati dallo studio delle imprese. Le aziende sono state suddivise in tre gruppi sulla base di determinati criteri: per quanto riguarda l'analisi per paese, sono stati raggruppati in paesi dove la redazione del bilancio integrato è obbligatoria (Sudafrica) e in paesi in cui è volontaria; per quella relativa al fatturato, sono stati suddivisi in fatturato maggiore e minore di 1.000.000.000€; per quella relativa al settore, sono state suddivise in imprese che operano

nell'industria pesante (settore manifatturiero e minerario) e quelle che operano nell'industria più leggera.

# Capitolo 1: ANALISI DELL'EVOLUZIONE NORMATIVA INERENTE LA *RISK* *DISCLOSURE* NEL BILANCIO INTEGRATO

## 1.1 Il Bilancio integrato e sociale

### 1.1.1 Descrizione

Il bilancio integrato, secondo la definizione adottata dall'International Integrated Reporting Council (IIRC), rappresenta un documento informativo che mostra il modo in cui le strategie, la governance, le performance e le prospettive future, permettano all'impresa di generare valore nel breve, medio e lungo periodo nell'ambito in cui opera. Questo documento si differenzia dal classico bilancio d'esercizio perché fornisce, oltre agli aspetti di carattere economico-finanziario, anche contenuti di carattere non finanziario (ambientali, sociali e di governance), che sono anch'essi utili e rilevanti per gli stakeholders<sup>1</sup>. In sostanza, il bilancio integrato è formato sia dal bilancio d'esercizio che dal report di sostenibilità. Il bilancio di sostenibilità, è un documento col quale l'impresa espone al pubblico le proprie attività, le iniziative e le prestazioni relative alla sostenibilità, che è caratterizzata da temi sociali, economici ed ambientali. È dunque un documento con cui un'azienda divulga le sue azioni relative alla salvaguardia dell'ambiente, il modo in cui si relaziona con i suoi lavoratori e collaboratori, il suo rapporto con il territorio e con la società e le modalità con cui crea valore e lo ripartisce alle parti coinvolte nella sua creazione. Il bisogno di integrare aspetti di carattere non finanziario al classico bilancio di esercizio deriva dal fatto che dagli ultimi 20 anni l'economia è basata principalmente su asset intangibili, come le conoscenze e le informazioni, rispetto a quelli tangibili. Una ricerca condotta nel 2015 da parte di Ocean Tomo, ha rilevato che, sulle aziende del S&P 500 Index, gli asset intangibili rappresentavano l'84% del totale degli asset aziendali, a differenza dell'17% di cui erano composte le imprese nel 1975. Il fatto che questi asset intangibili non vengono rappresentati nel bilancio di esercizio classico, è stato definito da Eli Amir e Baruch Lev come "un fallimento nel bilancio nello svolgimento della sua funzione informativa". Inoltre, un

---

<sup>1</sup> Tutti i soggetti direttamente o indirettamente coinvolti in un progetto o nell'attività di un'azienda (clienti, fornitori, azionisti, creditori, debitori, ecc..).

sempre più crescente numero di investitori è interessato a informazioni di carattere ambientale, sociale e di governance (ESG<sup>2</sup>). Numerose ricerche suggeriscono che la divulgazione di informazioni di ESG influiscono sull'accesso delle imprese ai finanziamenti (Cheng, Ioannou, and Serafeim, 2014). Questo interesse è dovuto sia per ragioni etiche e morali da parte degli investitori, sia per il fatto che queste informazioni possono migliorare il profilo rischio-rendimento di un portafoglio. Mentre i report di carattere finanziario sono caratterizzati da degli standard contabili che le imprese sono obbligate ad adottare, i report di sostenibilità non lo sono, ma spesso vengono utilizzati degli standard di rendicontazione volontaria, come ad esempio quelli creati dal Global Reporting Initiative (GRI). Inoltre, mentre il report finanziario è orientato soprattutto agli investitori, il report di sostenibilità è più orientato ad offrire informazioni che possono essere utili a tutti gli stakeholders. Secondo Robert G. Eccles e George Serafeim (2011), il bilancio integrato svolge 2 funzioni principali:

- **Informazione:** Le aziende necessitano di risorse per produrre e fornire i propri prodotti e servizi (ad esempio il personale, di cui sfruttano le conoscenze e capacità, il capitale finanziario per poter finanziare gli investimenti, commercializzano i prodotti ai clienti, ecc...). In ognuna di queste transazioni, tutti gli stakeholders cercano di ottenere informazioni sulla società al fine di stipulare uno scambio di beni e/o servizi. Il reporting aziendale mira a fornire a tutte queste controparti le informazioni di cui hanno bisogno per effettuare transazioni con l'azienda. Questa può essere definita come la "funzione di informazione" del bilancio integrato. È stato dimostrato, tramite un test condotto nel 2001 su 677 aziende di vario tipo, che le imprese con una miglior informativa riescono a ricevere finanziamenti a condizioni più favorevoli, in quanto gli stakeholders sono più incoraggiati a negoziare con società più trasparenti, a parità di altre condizioni.
- **Trasformazione:** mentre tramite la funzione di informazione non si assumono feedback dalle controparti, con la funzione di trasformazione gli stakeholders ricevono e valutano le informazioni: dove vedono opportunità per influenzare l'azienda a loro vantaggio e potenzialmente anche a vantaggio per la società stessa, si attivano e, questo processo di coinvolgimento, consente ad un'azienda di trasformarsi.

La premessa fondamentale che sta alla base dell'adozione del bilancio integrato, è quella di creare una società sostenibile, definita come una società che è in grado di soddisfare i bisogni della presente e delle future generazioni e, per far ciò, è necessario che la maggior parte delle aziende

---

<sup>2</sup> ESG = Environmental, social, governance.

adottino strategie sostenibili, che riescano a creare valore per gli investitori e per gli altri stakeholders nel breve e lungo periodo.

Secondo Robert G. Eccles e George Serafeim (2011), I quattro fattori principali che hanno portato urgenza nel creare una società sostenibile, sono:

- Le ricorrenti crisi finanziarie globali
- Una crescente consapevolezza degli effetti del cambiamento climatico e della scarsità delle risorse naturali.
- Una sempre maggior consapevolezza della rilevanza del capitale umano necessario per generare valore nei paesi sviluppati e dei diritti umani nei paesi meno sviluppati.
- Aver compreso che l'adozione di una buona governance d'impresa e della gestione del rischio è necessaria per prevenire i principali disastri aziendali.

### **1.1.2 Storia**

Il bilancio integrato ha una storia breve e il suo significato è ancora in evoluzione. Solo recentemente sono stati sviluppati dei framework in grado di fornire alle aziende una guida su come costruire un bilancio integrato.

Le prime organizzazioni, che hanno cominciato a sviluppare un bilancio integrato, sono: la Novozymes, azienda danese di biotecnologie (nel 2002); Natura, azienda brasiliana di cosmetici (nel 2003) e l'azienda farmaceutica danese Novo Nordisk (nel 2004). Tuttavia, si trattava di pubblicazioni definite su base volontaria, nelle quali il report è stato sviluppato autonomamente senza il supporto di linee guida. L'introduzione del bilancio integrato era una cosa visionaria all'epoca poiché, i report di sostenibilità, erano agli stadi iniziali: alla fine degli anni 90, solamente 500 aziende circa, li rilasciavano, a livello globale.

Tutte queste aziende o sono state le prime a credere che la sostenibilità fosse un tema che le aziende dovevano cominciare a prendere sul serio, oppure sono state sottoposte a forti pressioni da parte di stakeholder esterni per diventare più trasparenti sui loro impatti ambientali e/o sociali. Il coinvolgimento degli stakeholders ha cominciato ad emergere come prassi aziendale al fine di accertare quali questioni ESG fossero di maggiore interesse per loro e di maggiore impatto potenziale sull'azienda e oltre che sulla sua capacità di creare valore nel lungo termine.

La prima istituzionalizzazione del bilancio integrato avvenne in Sud Africa, con l'adozione del "King III Code and Governance Principles" nel 2010: tutte le società sudafricane quotate alla borsa Sudafricana (JSE<sup>3</sup>), dovevano rilasciare un report integrato, oppure esporre la ragione per cui non lo facevano. Questo ha portato alla nascita dell'Integrated Reporting Committee of South Africa, un comitato che ha proposto la redazione di un documento (*framework*) nel quale venivano esposti in linea generale i principi guida per la redazione del bilancio integrato.

Tuttavia, non esisteva alcuna guida vera e propria che stabilisse come doveva essere effettivamente redatto un bilancio integrato, fino a quando, nel 2013, venne pubblicato l'"International <IR> framework" da parte dell'International Integrated Reporting Council (IIRC).

### **1.1.3 Principi e linee guida riguardanti il bilancio sociale e integrato**

#### **Gri Standards**

Il **GRI (Global Reporting Initiative)** è un'organizzazione senza scopo di lucro, che si occupa di creare degli standard internazionali per aiutare imprese, governi e altre organizzazioni a rendicontare la loro performance sostenibile, sviluppando il bilancio sociale. È stato fondato a Boston nel 1997, da Rober Massie, direttore esecutivo dell'organizzazione non-profit CERES, e dall'amministratore delegato del Tellus Institute, Allen White. È ad oggi il framework più utilizzato per la rendicontazione del bilancio sociale, contando, nel 2017, che il 63% delle 100 più grandi aziende (N100) e il 75% del Fortune Global 250 (G250) applicavano gli standard GRI. Secondo il GRI, attraverso il reporting, "un'impresa può analizzare e gestire al meglio gli impatti sulla società e sull'ambiente. Può esaminare e limitare i rischi, cogliere le relative opportunità e operare allo scopo di divenire un'azienda responsabile in una società sostenibile" Le linee guida provviste dal GRI rappresentano un importante progresso per migliorare la modalità di comparazione delle informazioni e delle prestazioni divulgate all'esterno, e un metodo di integrazione dei temi riguardanti le strategie aziendali e la sostenibilità in un linguaggio chiaro e comune. Tramite la sempre maggior pressione esercitata dai differenti gruppi di stakeholder, sulla necessità che le aziende siano sempre più trasparenti riguardo ai temi economici, sociali e ambientali, con lo scopo di puntare ad un progresso ed uno sviluppo sostenibili, è stato creato il framework GRI, il quale stabilisce delle linee guida e dei

---

<sup>3</sup> JSE = Johannesburg Stock Exchange.

principi che le organizzazioni possono utilizzare per redigere un bilancio di sostenibilità. I GRI standards sono i primi standard globali accettati per la compilazione dei report di sostenibilità e sono un bene pubblico gratuito, disponibili sul sito ufficiale<sup>4</sup>. A differenza dei framework precedenti, questi standard hanno una struttura modulare, rendendoli adattabili all'evoluzione del contesto macroeconomico. Nell'ottobre 2016 è stato creato il più recente framework del GRI, i "Globally Accepted Sustainability Standards" (GASS), che si focalizzano sulle *disclosure* sia finanziarie che non finanziarie. I GRI standard vengono suddivisi in tre standard *universali* e tre *specifici*. Per quanto riguarda quelli universali, troviamo:

- **GRI 101 (Foundation)**: Sono il punto di partenza per il corretto utilizzo dei GRI standards, che permette di identificare specifici aspetti dell'attività e specifici effetti sugli stakeholder, al quale vanno applicati i GRI 102 e GRI 103.
- **GRI 102 (General Disclosures)**: si riferisce agli aspetti che riguardano le informazioni organizzative e la rendicontazione pratica.
- **GRI 103 (Management approach)**: si riferisce alla rendicontazione dell'approccio manageriale su come viene trattato ogni argomento di rilevanza per gli stakeholder.

Per quanto riguarda gli standard specifici, vengono suddivisi in GRI 200, GRI 300 E GRI 400, che si riferiscono agli aspetti economici, ambientali e sociali:

- **GRI 200 (Economic)**: Sono gli standard che riguardano gli effetti a livello economico degli stakeholder relativi all'impresa stessa e sui sistemi economici e produttivi locali, nazionali e mondiali. Questi indicatori descrivono:
  - i flussi di capitale che vengono scambiati dagli stakeholder.
  - Gli effetti economici dell'impresa sulla collettività.
  - Il modo in cui viene distribuito il valore tra i relativi stakeholder.
- **GRI 300 (Environmental)**: Sono gli standard che riguardano la sostenibilità ambientale di un'impresa, che interessa l'impatto sui sistemi naturali, comprendendo il biosistema, l'acqua, l'aria e la terra. Questi indicatori descrivono le prestazioni riguardanti:
  - Input (Acqua, materie prime, semilavorati, energia, ecc...).
  - Output (rifiuti, scarichi, emissioni, ecc...).

---

<sup>4</sup> "www.globalreporting.org"

- Biodiversità.
- L'adempimento di normative riguardante i temi ambientali.
- L'impiego di fondi in tema ambientale.
- Effetti ambientali riguardanti i prodotti e servizi offerti.
- **GRI 400 (Social):** Sono gli standard che riguardano il contesto sociale relativo alla sostenibilità, che rispecchia gli effetti dell'impresa sul sistema sociale. Questi indicatori di mostrano gli aspetti delle prestazioni sociali riguardanti:
  - Il rispetto dei diritti umani.
  - Il contesto sociale.
  - Responsabilità riguardo ai prodotti e servizi offerti.

Inoltre, sono previsti tre metodi opzionali di rendicontazione:

- **Core:** La rendicontazione deve trattare gli elementi essenziali previsti da un bilancio sociale. In particolare, devono essere fornite tutte le informazioni richieste da almeno uno specifico indicatore per ogni tema. Questa opzione è la più utilizzata dalle imprese che utilizzano gli standard di rendicontazione GRI.
- **Comprehensive:** Devono essere trattati ulteriori aspetti quali l'etica, l'integrità, la governance e le strategie dell'impresa considerando tutti i KPI contenuti dalle standard disclosures.
- **GRI-Referenced:** Utilizzando questa opzione, si ha una rendicontazione parziale dei GRI-standard, utilizzata per rendicontare principalmente informazioni specifiche, a condizione che si faccia riferimento correttamente agli standard rilevanti.

Nell'ottobre del 2021, sono stati pubblicati degli aggiornamenti sulle linee guida approvati dal Global Sustainability Standards Board (GSSB). Gli obiettivi di questi adeguamenti sono:

- Fornire maggior chiarezza nei concetti chiave, principi di reporting e divulgazione di informazioni, in modo tale che siano allineati con i recenti sviluppi del mercato.
- Integrare le aspettative di due diligence nei GRI Standard.
- Assistere le organizzazioni che hanno necessità di pubblicare informazioni non finanziarie nella comprensione dei requisiti di rendicontazione e di come dimostrano la conformità in modo trasparente,
- Guidare l'applicazione dei GRI Standard in modo coerente.

- Incoraggiare un reporting più rilevante e comprensivo per le organizzazioni.
- Aiutare i nuovi utilizzatori e le PMI ad applicare più facilmente queste linee guida.
- Migliorare l'utilizzo di questi standard.

## **L'International <IR> framework**

L'International <IR> framework è stato creato dall'IIRC (International Integrated Reporting Council), con l'obiettivo di realizzare dei principi guida ed elementi base per la rendicontazione di un report integrato accettati a livello mondiale, che racchiuda informazioni relativi all'ambito finanziario, sociale, ambientale e di governance. Tutto ciò, in una modalità chiara, concisa, coerente nel tempo e comparabile, in modo da sostenere le imprese ad assumere decisioni più sostenibili e consentire agli investitori e agli altri stakeholder di capire in che modo un'azienda lavora. Questo framework è stato progettato prevalentemente per il contesto privato, ma può essere utilizzato anche da enti del settore pubblico e organizzazioni senza scopo di lucro. Nel 2011 è stato prodotto il primo "documento di discussione" da parte dell'IIRC relativo all'attuazione di un *framework* di rendicontazione integrata a livello mondiale, il quale ha ottenuto grande appoggio da parte di oltre 90 grosse imprese, ed in questo modo è nato l'International <IR> Framework. Questo documento rileva chiaramente le funzioni di informazione e trasformazione del bilancio integrato definite da Eccles e Serafeim (2011). Per quanto riguarda la funzione di *informazione*, la prima frase dell'"Executive Summary" dell' <IR> framework rileva che "Il framework <IR> promuove un approccio più coeso ed efficiente alla rendicontazione aziendale e mira ad ottimizzare la qualità di informazioni a disposizione degli investitori e di coloro che forniscono capitale, in modo da consentire una più efficiente ed efficace allocazione del capitale". Tuttavia, l'IIRC rileva inoltre che può essere di interesse anche per altri soggetti; infatti "l'<IR> framework avvantaggia tutti gli stakeholders interessati alle informazioni riguardanti la capacità di un'organizzazione di creare valore nel tempo" ("International <IR> Framework, IIRC, 2013). La funzione di *trasformazione*, da un punto di vista *interno*, si realizza attraverso il pensiero integrato, cioè la considerazione attiva da parte di un'organizzazione dei rapporti tra le sue varie unità operative e funzionali e i capitali che l'organizzazione utilizza o influenza. Il bilancio integrato e il pensiero integrato sono un ciclo che si

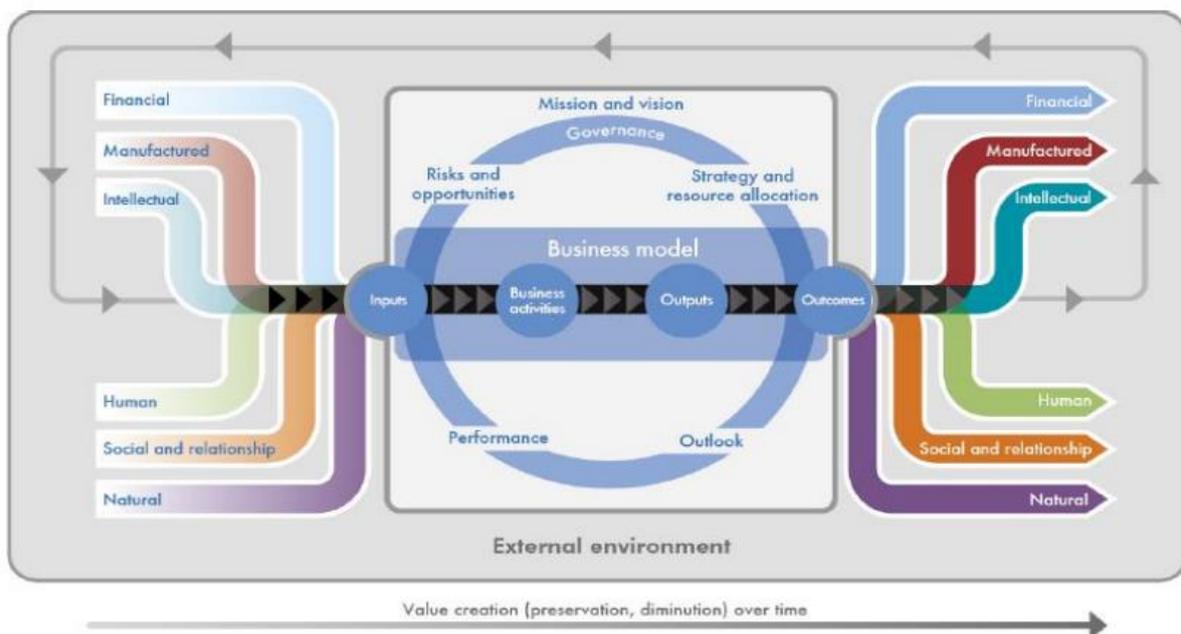
auto-rafforza e che si tradurrà in un'allocazione efficiente e produttiva del capitale, che agirà anche come una forza per la stabilità finanziaria e la sostenibilità.

I punti chiave di questo ciclo si raffigurano nella misurazione e rendicontazione dei tipi di capitale che un'azienda utilizza per creare valore, e sono:

- Capitale finanziario
- Capitale produttivo
- Capitale naturale
- Capitale intellettuale
- Capitale umano
- Capitale sociale e relazionale

Inoltre, è da considerare come le decisioni riguardanti un tipo di capitale influenzino gli altri capitali. (Figura 1)

**Figure I**  
**Value Creation**



Da un punto di vista *esterno*, invece, la funzione di *trasformazione* viene rilevata sia dal fatto che il valore viene riconosciuto in quanto creato attraverso le relazioni con gli stakeholder, sia dal fatto che un bilancio integrato dovrebbe fornire informazioni sulla natura e sulla qualità delle relazioni

con essi, spiegando, ad esempio, come e in che modo l'organizzazione comprende, tiene conto e risponde ai loro bisogni e interessi. "L'International <IR> framework si basa su sette principi guida:

- **Focus strategico e orientamento futuro:** Un bilancio integrato deve divulgare informazioni sulla strategia adottata dall'impresa e nel modo in cui essa condiziona la sua abilità di generare valore nel breve, medio e lungo periodo, e sull'utilizzo e sugli effetti sul capitale. Il modo in cui viene applicato questo principio non è solamente limitato al suo contenuto; può, ad esempio, riguardare:
  - I rischi, le opportunità e le dipendenze importanti che derivano dal settore operativo e dal modello di business dell'impresa.
  - I punti di vista dei componenti della governance rispetto al rapporto tra le prestazioni passate e future e le cause che possono trasformare questa relazione, rispetto al modo in cui l'impresa tende a bilanciare i suoi interessi di breve, medio e lungo periodo, e rispetto alle capacità dell'impresa di considerare gli eventi passati e di valutarli per specificare l'orientamento strategico futuro.

Un'organizzazione che ha un focus strategico ed un orientamento al futuro significa che riesce a mostrare in modo chiaro come avere continui accessi di capitali e di qualità, contribuisce al conseguimento degli obiettivi strategici futuri e alla generazione del valore.

- **Connessione delle informazioni:** Un bilancio integrato deve raffigurare un quadro olistico sulla combinazione, interrelazione e dipendenza tra i fattori che influiscono sull'abilità di realizzare valore da parte dell'impresa. Le più importanti forme di connessione si verificano tra:
  - *Il contenuto:* il bilancio integrato connette il contenuto in modo che rifletta le interazioni delle attività dell'impresa nella sua interezza.
  - *Il passato, presente e futuro:* analizzare l'impresa sulle attività passate e presenti, può procurare informazioni valide a determinare l'attendibilità delle informazioni divulgate in rapporto al periodo presente e futuro. Inoltre, può essere adatto per esaminare le competenze dei manager e la qualità della gestione.
  - *I capitali:* Comprende il modo in cui si relazionano i capitali e le modalità in cui essi condizionano l'abilità dell'impresa nella generazione di valore.
  - *Le informazioni finanziarie e non finanziarie.*
  - *Le informazioni quantitative e qualitative.*

- *Le informazioni relative alla gestione, ai manager e le informazioni divulgate all'esterno.*
  - *Le informazioni comprese nel bilancio integrato, le informazioni incluse in altri documenti e tutte le informazioni provenienti da altre fonti, che devono essere coerenti tra di loro.*
- **Relazioni con gli stakeholder:** Un bilancio integrato deve provvedere informazioni sul modo in cui l'impresa si relaziona con i più importanti stakeholder e mostrare come l'azienda ascolta, prende in considerazione e reagisce ai loro bisogni e alle loro richieste. Le relazioni esterne, come già ribadito in precedenza, sono assolutamente rilevanti per l'organizzazione nella sua capacità nel generare valore, in quanto il valore non viene prodotto solamente dall'interno dell'azienda stessa. Gli stakeholder forniscono importanti considerazioni su tutti i temi che determinano l'abilità dell'azienda nel generare valore, tra cui gli aspetti ambientali, sociali ed economici.
  - **Rilevanza:** Un bilancio integrato deve provvedere le informazioni sulle questioni che determinano l'abilità dell'impresa nel generare valore. Per individuare la rilevanza dei temi che devono essere inclusi in un bilancio integrato, è necessario:
    - Identificare le questioni rilevanti in base alla loro abilità di influenzare la generazione del valore. Per essere identificati bisogna che venga considerato l'impatto sulla strategia, sulla governance, sulla performance e sulle prospettive per il futuro dell'organizzazione.
    - Misurare le questioni rilevanti in base agli effetti che possono impattare sulla generazione di valore.
    - Assegnare a questi aspetti una priorità in base alla loro rilevanza.
    - Specificare le informazioni da divulgare riguardo agli aspetti materiali.
  - **Sinteticità:** Un bilancio integrato deve essere conciso, ossia deve includere tutte le informazioni rilevanti per riuscire a comprendere tutti gli aspetti più importanti relativi alla creazione del valore e alle prospettive dell'impresa, senza però rendere il documento pesante con informazioni superflue.
  - **Attendibilità, obiettività e completezza:** Un bilancio integrato deve includere tutti gli aspetti materiali, in maniera oggettiva e con assenza di errori materiali. L'attendibilità, che normalmente coincide con la raffigurazione fedele di ciò che avviene all'interno dell'azienda, può sempre essere perfezionata utilizzando meccanismi come ad esempio dei sistemi di controllo, gestione e rendicontazione efficienti, ascolto e comprensione dei bisogni degli stakeholder, sistemi di revisione interna e controlli esterni oggettivi. Per obiettività, invece,

si intende che le informazioni devono essere esibite in maniera imparziale ed oggettiva, per fare in modo che non vengano comprese dall'esterno come favorevoli o sfavorevoli. Per completezza si intende che il bilancio deve comprendere qualsiasi tipo di informazione materiale rilevante, che essa sia positiva o che sia negativa. Inoltre è richiesto che non ci siano errori materiali, quindi le informazioni devono essere curate sotto ogni aspetto.

- **Coerenza e comparabilità:** Le informazioni contenute all'interno di un bilancio integrato devono essere esibite in una base che sia coerente nel tempo e in modo che queste informazioni possano essere comparate con altre imprese, nel modo in cui ciò risulti utile per l'azienda per generare valore nel tempo." (International <IR> Framework, IIRC, 2013).

Inoltre, si basa anche su questi otto "Elementi di contenuto" che sono connessi l'uno con l'altro e non mutualmente esclusivi:

- **Presentazione dell'impresa e dell'ambiente esterno:** Cosa fa l'impresa e quali sono le circostanze in cui opera?
- **Governance:** Come fa la governance dell'impresa a supportare la sua abilità nel generare il valore nel breve, medio e lungo periodo?
- **Business model:** Come vengono trasformati gli input in output allo scopo di raggiungere gli obiettivi stabiliti?
- **Rischi e opportunità:** Bisogna identificare i rischi e le opportunità specifiche dell'impresa che incidono sull'abilità di generare valore nel breve, medio e lungo periodo e le modalità con cui vengono gestiti dall'organizzazione.
- **Strategia e allocazione delle risorse:** Cosa vuole ottenere l'organizzazione e come vuole raggiungere questi obiettivi?
- **Prestazioni:** Come e in che misura l'impresa ha conseguito il raggiungimento degli obiettivi predeterminati e quali sono le conseguenze riguardo agli effetti nel capitale?
- **Prospettive future:** Bisogna esaminare quali sono le minacce e le incertezze che è più probabile che l'impresa possa incontrare continuando a perseguire la sua strategia per il raggiungimento degli obiettivi, ed analizzare le conseguenze riguardanti il business model e le future prestazioni.
- **Base di presentazione:** Come fa l'impresa a specificare quali questioni comprendere nel bilancio integrato e come sono misurati?

("International <IR> Framework", IIRC, 2013).

## Linee guida e metriche ESG del WFE

Nel 2015, La Federazione Internazionale delle borse (WFE), ha creato delle linee guida e principi ESG in modo da fornire un quadro generale che le borse possono utilizzare per adottare il reporting ESG all'interno dei loro mercati. Dalla sua introduzione, oltre 35 Borse Valori sparse in tutto il globo hanno adottato le linee guida di rendicontazione ESG per le società quotate. L'obiettivo è quello di contribuire ad aumentare e migliorare la disponibilità e la qualità della disclosure ESG. "Le linee guida di questo documento riguardano:

- **Responsabilità e supervisione della Governance:** gli investitori desiderano sempre più comprendere come, all'interno dell'azienda, viene supervisionata e gestita la questione relativa ai rischi e opportunità dei fattori ESG. Le imprese che adottano queste linee guida dovrebbero includere all'interno del proprio report:
  - In che modo l'organizzazione ha determinato quali questioni sono rilevanti ai fini del monitoraggio, della loro gestione e rendicontazione, e con quali tempistiche vengono applicate queste determinazioni;
  - Gli stakeholder che l'organizzazione considera significativi;
  - In che modo il consiglio di amministrazione e/o i comitati del consiglio, sono informati delle questioni relative ai criteri ESG, come sono incorporati nella strategia dell'organizzazione, e in che modo esamina i progressi rispetto a obiettivi e target.
- **Chiarezza dello scopo/chiaro collegamento al valore aziendale:** gli investitori non sono interessati solo alla divulgazione dei dati ESG, ma vogliono vedere che le società capiscano quali problemi ESG specifici presentano rischi e opportunità per l'azienda. Ciò dovrebbe includere la visualizzazione del possibile impatto di questioni ESG selezionate riguardo a prodotti e servizi, catena del valore, investimenti in ricerca e sviluppo, e altre operazioni.
- **Rilevanza:** gli investitori desiderano comprendere:
  - In che modo l'azienda determina la rilevanza e chi è stato coinvolto nella determinazione delle questioni rilevanti;
  - Quali questioni l'azienda crede siano rilevanti;
  - In che modo l'azienda ha deciso le questioni rilevanti e come sono integrate all'interno della strategia aziendale e quale impatto potrebbero avere nella creazione del valore.

Per informazioni rilevanti si intendono tutte quelle questioni che, se omesse o oscurate, possono influire sulle decisioni economiche di coloro che analizzano il report.

- **Qualità e frequenza del reporting:** Le questioni trattate devono avere riguardo su:
  - Accuratezza dei dati riportati;
  - Comparabilità e consistenza delle informazioni, almeno all'interno dell'azienda.
  - Tempestività: poiché le aziende dovrebbero riportare informazioni rilevanti, che parlano di creazione del valore, le relazioni dovrebbero allinearsi con il ciclo annuale di reporting.”

(The WFE Research Team, 2018).

## **Altre iniziative**

Un'altra iniziativa utilizzata per la rendicontazione delle informazioni non finanziarie è la **Carbon Disclosure Project (CDP)**. Si tratta di un'organizzazione non-profit internazionale, con sede in Regno Unito, Giappone, India, Cina, Germania e Stati Uniti, che ha lo scopo di fornire degli standard di rendicontazione alle aziende per divulgare le proprie informazioni riguardanti l'impatto ambientale. Il suo scopo è quello di rendere la rendicontazione ambientale e la gestione del rischio una norma aziendale, guidando la disclosure, la comprensione e le azioni verso un'economia sostenibile. Nello specifico, questo programma richiede alle aziende che intendono adottarlo, informazioni sulle emissioni di gas serra, sul consumo e il tipo di energia utilizzata, e sui rischi e opportunità derivanti dal riscaldamento globale. Dal 2002 oltre 8400 aziende hanno prodotto una disclosure non finanziaria attraverso il CDP. In Italia, il principale standard di riferimento prima del GRI, è stato il **Gruppo di Studio Bilancio Sociale (GBS)**. Il gruppo si è riunito nel 1998, e per tre anni ha attuato un'attività di approfondimento e ricerca concludendo con l'emanazione dei “Principi di redazione del Bilancio Sociale”, presentati a Roma nel 2001. Si tratta di un documento utilizzato a livello nazionale e condiviso dai cultori della materia ed adoperato come strumento di riferimento da aziende, professionisti ed altri enti.

## 1.1.4 Sviluppo normativo riguardante la disclosure di carattere non finanziario

Fino al 2007, non esistevano obblighi, in Italia, riguardanti la dichiarazione di informazioni non finanziarie all'esterno dell'impresa. Con la direttiva europea 2003/51/CE, che è stata recepita in Italia con il d.Lgs. 32/2007, all'interno della relazione sulla gestione, devono essere introdotti, oltre alle informazioni finanziarie, anche quelle "non finanziarie, relative all'attività dell'impresa, comprendendo inoltre tutte le informazioni riguardanti l'ambiente e il personale". La direttiva 2003/51/CE, la direttiva di modernizzazione contabile (*Accounts Modernization Directive*), è stata implementata dalla Comunità Europea per armonizzare le norme contabili nelle società, eliminando le discordanze tra le direttive contabili e il regolamento sull'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Questa direttiva, tuttavia, ha lasciato ampia discrezionalità al redattore in fatto di articolazione della disclosure obbligatoria da fornire nella relazione sulla gestione, in quanto, non erano previsti nella norma degli indicatori adeguati a stabilire la quantità e la qualità informativa riguardanti gli aspetti socio-ambientali. Ciò ha portato nel 2014 ad implementare la direttiva 2014/95/UE, o Non-Financial Reporting Directive (**NFRD**), introdotta nel nostro ordinamento tramite il d.lgs. 254/2016, che riguarda l'informativa degli elementi di carattere non finanziario, inserendo degli standard minimi riguardanti il reporting di tipo ambientale e sociale. È riferita a tutte le aziende con più di 500 dipendenti nel corso dell'esercizio finanziario, e che abbiano superato, alla data di chiusura del bilancio, uno dei seguenti due limiti:

- (1) Tot. Stato patrimoniale: € 20.000.000
- (2) Tot. Ricavi netti delle vendite e prestazioni: € 40.000.000.

La direttiva inoltre è obbligatoria anche per tutti gli enti di interesse pubblico quali società quotate, banche, imprese di assicurazione e riassicurazione. Secondo le stime dell'UE i soggetti a cui è riferita, a livello europeo, sono circa 11700. Questa direttiva prevede che le aziende in questione dovranno rendicontare anche le informazioni di carattere non finanziario, quindi indicare le proprie iniziative in tema di ambiente, politiche sociali, diritti umani, anticorruzione, politiche di genere e diversità. Nella pratica, le aziende dovrebbero raccogliere tutte le iniziative realizzate e i risultati ottenuti, valutandone l'impatto economico, lavorare sulle possibili sinergie tra i processi aziendali, con la

possibilità di accedere a numerose agevolazioni (IRES, IRAP, INAIL e contributi a fondo perduto). Inoltre in questo modo, l'azienda riesce a prevenire i rischi, e consente agli stakeholders una piena comprensione dell'andamento dell'impresa. I contenuti richiesti da questa direttiva sono: *“l'esposizione del modello di business, le politiche aziendali relative alle questioni ambientali e sociali e le loro conseguenze, i rischi correlati alle questioni finanziarie e non finanziarie dell'impresa e i Key Performance Indicators (KPI) non finanziari utilizzati”*. Nel caso in cui vengono omesse delle informazioni rilevanti o non vengano pubblicate entro la scadenza, è prevista una sanzione da 20.000 € a 150.000 €. Allo stesso tempo, all'art. 2428, comma 2 del Codice Civile e all'art. 40, comma 1-bis del d.lgs. n.127/1991, viene stabilito che, per quanto riguarda le società quotate e per i gruppi che utilizzano il bilancio consolidato, l'analisi presente all'interno della relazione sulla gestione *“è coerente con l'entità e la complessità degli affari della società e contiene, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione, gli indicatori di risultato finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale”*. Bisogna però tenere a mente che, tali disposizioni, vadano applicate coerentemente con quanto individuato nella direttiva 2014/95/UE. Nel 2015 è stata istituita da parte del Financial Stability Board (FSB)<sup>5</sup>, la *“Task-force on Climate-related Financial Disclosures”* (TCFD), con l'obiettivo di qualificare e misurare i rischi relativi al riscaldamento globale sul sistema economico e finanziario a livello globale. Nel 2017, il TCFD ha realizzato delle linee guida su base volontaria che servono per favorire una miglior trasparenza riguardo ai rischi di tipo economico relativi al riscaldamento globale ed ha come obiettivo quello di fare in modo che le aziende del settore privato rendicontino volontariamente le informazioni necessarie agli stakeholder per misurare al meglio gli eventuali rischi ed opportunità di tipo climatico. Le imprese che presentano una dichiarazione non finanziaria rispettando la Non-financial Reporting Directive (NFRD), dovrebbero divulgare informazioni riguardanti il clima attraverso queste raccomandazioni. Le raccomandazioni del TCFD riguardano 4 aspetti fondamentali:

1. **Governance:** Fornire informazioni riguardanti la governance dell'impresa riguardo ai rischi ed opportunità legati al clima, tra cui descrivere il ruolo e il grado di coinvolgimento del management nella loro valutazione e gestione.

---

<sup>5</sup> FSB: organismo internazionale istituito in occasione del summit del G-20 tenuto a Londra nel 2009, come evoluzione del già esistente Financial stability forum (FSF), allo scopo di promuovere la solidità dei mercati finanziari internazionali, migliorare il loro funzionamento e ridurre il rischio sistemico.

2. **Strategia:** Fornire informazioni riguardo agli effetti dei rischi e opportunità correlati al clima relativi alle strategie, al business e alla pianificazione finanziaria dell'impresa laddove tali informazioni siano rilevanti, nel breve, medio e lungo periodo. Questi rischi e opportunità possono essere individuati anche analizzando diversi scenari con combinazioni di diversi rischi e assunzioni.
3. **Risk management:** Fornire informazioni riguardo a come l'impresa analizza, misura e gestisce i rischi di tipo climatico.
4. **Metriche e target:** Fornire informazioni riguardo alle metriche utilizzate per identificare, valutare e gestire i rischi e le opportunità più rilevanti legati al clima e gli obiettivi prefissati.

Per garantire una buona disclosure che aiuti tutti gli stakeholder a comprendere l'impatto del cambiamento climatico nelle organizzazioni, il TCFD raccomanda che vengano seguiti 7 principi guida. La disclosure quindi:

- Deve rappresentare le informazioni rilevanti.
- Deve essere specifica e completa.
- Deve essere chiara, bilanciata e comprensibile.
- Deve essere coerente nel tempo.
- Deve essere comparabile tra le società all'interno di un settore industriale.
- Deve essere affidabile, verificabile e obiettiva.
- Deve essere fornita in modo tempestivo.”

Il 21 aprile 2021, la Commissione Europea ha presentato una proposta per l'adozione della "Corporate Sustainability Reporting Directive" (CSRD), volta a cambiare le modalità di rendicontazione di informazioni non finanziarie proposte dalla NFRD del 2014. Questa nuova direttiva propone un nuovo tipo di disclosure dalla portata più ampia e dai contenuti maggiormente articolati che sostituisce le principali criticità che sono state rilevate nella NFRD nell'ultimo quinquennio. Questa proposta deve tuttavia passare il vaglio del Parlamento Europeo prima di essere considerata definitiva. Dalla consultazione della Commissione Europea "*on the fitness check on the EU framework for public reporting by companies*", nel 2018, era emerso che la divulgazione delle informazioni non finanziarie, non rispondevano alla crescente domanda di dati e informazioni richiesti dagli investitori, sia dal lato qualitativo che quantitativo. Le informazioni, inoltre, non erano sufficientemente comparabili e affidabili. In un'altra consultazione pubblica della Commissione nel

2020, era inoltre emerso che gli obblighi della NFRD dovessero essere estesi anche ad altri soggetti ulteriori a quelli già previsti. La proposta prevede:

- Estensione dei destinatari a tutte le aziende di grandi dimensioni e, dal 2026, a tutte le aziende quotate (ad eccezione delle micro-imprese quotate).
- Introduzione di requisiti di reporting più dettagliati e obbligo di rendicontazione secondo gli standard obbligatori di sostenibilità dell'UE, stabiliti dall'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)<sup>6</sup>. Questi standard vengono implementati per garantire ad investitori e stakeholder informazioni omogenee e comparabili, e prevedono inoltre obblighi di audit, al fine di garantire l'accuratezza e l'affidabilità delle informazioni riportate. Per quanto riguarda le questioni legate al rischio, il report, dovrebbe indicare:
  - Il modello di business e la strategia riguardante i rischi connessi alla sostenibilità.
  - Le opportunità per l'impresa legate alla sostenibilità.
  - I piani dell'impresa per garantire che il modello di business e la strategia siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile.
  - Le modalità con cui il modello di business e la strategia tengano conto degli interessi degli stakeholder e degli impatti dell'impresa sui profili di sostenibilità.
  - Descrizione degli obiettivi e delle politiche in materia di sostenibilità.
  - Descrizione del ruolo degli organi amministrativi di gestione e di controllo in materia di sostenibilità.
  - Principali impatti legati alla catena del valore dell'impresa.
  - Qualsiasi azione intrapresa per prevenire, mitigare o rimediare agli impatti negativi, reali o potenziali.
  - Descrizione dei principali rischi per l'impresa connessi alla sostenibilità e i loro indicatori.
- "etichettare" in modo digitale le informazioni, affinché possano essere individuate facilmente tramite automatismi e convergano all'interno dell'unico piano di accesso europeo previsto nel "piano d'azione del Capital Markets Union (CMU) 2020".

Il CMU è un'iniziativa di politica economica lanciata dall'ex presidente della Commissione Europea, Jean-Claude Juncker, nella prima esposizione della sua agenda politica il 15 luglio

---

<sup>6</sup> EFRAG: associazione privata fondata nel 2001 per servire l'interesse pubblico. I suoi membri sono gli stakeholder europei e le organizzazioni nazionali che hanno conoscenza e interesse nello sviluppo degli standard IAS/IFRS e nel modo in cui contribuiscono all'efficienza dei mercati dei capitali.

2014. L'obiettivo principale era quello di creare un mercato unico per i capitali in tutto il territorio dell'UE entro la fine del 2019.

Il piano d'azione originale del 2015 si focalizzava su 20 obiettivi che dovevano essere raggiunti attraverso 33 operazioni.

Nel 2017 è stata effettuata una revisione intermedia per verificare l'andamento del piano, e il report finale, descritto come "*Capital Markets Union 2.0*", portò alla formazione di 9 nuovi obiettivi, tenendo conto di quanto già realizzato e dalle nuove sfide che l'UE stava affrontando, come ad esempio la Brexit. Inoltre, alla data in cui è stata effettuata la revisione intermedia, delle azioni richieste dal piano, 20 erano già state attuate.

Dal 2017, il progetto ha avuto difficoltà ad andare avanti. Questa stagnazione potrebbe essere dovuta a molteplici fattori, come la riduzione degli incentivi economici per riformare il sistema finanziario, l'aumento delle tensioni politiche all'interno dell'UE, o la priorità delle questioni nazionali da parte dei leader politici europei. Inoltre, poiché gli effetti di tali riforme sono difficilmente osservabili nel breve termine, è difficile analizzare i risultati del piano d'azione senza utilizzare una prospettiva temporale più ampia.

Dalla sua nomina, a fine 2019, la Presidente Ursula von der Leyen, ha portato avanti il processo di completamento del piano d'azione della CMU. Il suo impegno è in linea con l'agenda della Commissione, fortemente incentrata sul Green Deal europeo e sull'economia digitale.

Il piano d'azione del 2020 della CMU propone 16 operazioni legislative e non legislative al fine di realizzare 3 principali obiettivi:

- Supportare un rilancio finanziario sostenibile, facendo in modo che i finanziamenti alle imprese europee, ma soprattutto per le piccole-medie imprese (SME), siano maggiormente agibili.
- Fare in modo che l'Unione Europea diventi una zona più sicura per i cittadini riguardo al risparmio e agli investimenti di lungo periodo.
- Far convergere i mercati dei capitali nazionali in un unico mercato.

L'estensione degli obblighi di informativa in materia di sostenibilità, e l'uniformità della disclosure a livello comunitario, rappresenta un passo avanti per la società nella transizione verso modelli economici sostenibili.

## 1.2 Il rischio aziendale

### 1.2.1 Descrizione

Per rischio aziendale si intende il complesso degli eventuali impatti positivi e negativi che possano essere prodotti da un avvenimento inaspettato in ambito economico, finanziario e patrimoniale dell'organizzazione:

- **Rischio economico:** rischio che incide sui risultati reddituali dell'impresa, è legato all'equilibrio tra costi e ricavi.
- **Rischio finanziario:** rischio che impatta sulla liquidità aziendale, è legato all'equilibrio del flusso monetario.
- **Rischio patrimoniale:** rischio che impatta in modo diretto sulle attività e sul patrimonio dell'impresa.

È interessante notare come nell'accezione di "rischio" viene normalmente data un'accezione negativa; tuttavia, quando si parla di rischio aziendale, non si contemplan solamente gli effetti negativi, ossia le minacce, ma anche quelli positivi, ossia le opportunità che possono creare valore per l'impresa. Un esempio dei principali rischi che un'azienda può incontrare sono:

- **Rischio di liquidità:** avviene quando l'impresa non riesce a far fronte in modo tempestivo agli impegni monetari, costringendola ad incrementare le proprie passività o cedere asset aziendali per riuscire a saldare i debiti in scadenza.
- **Rischio di cambio:** dipende dalla volatilità del rapporto di cambio tra due valute differenti. Può creare un problema per un'impresa nel caso in cui avesse posizioni aperte in valuta estera generando conversioni sfavorevoli dei crediti o debiti.
- **Rischio di prezzo:** è dato dalle variazioni dei prezzi delle materie prime o beni di cui l'impresa necessita, aumentando quindi i costi per l'impresa.
- **Rischio di credito:** rischio che il debitore non adempia ai propri obblighi, costringendo l'impresa a fronteggiare delle perdite. Ciò può accadere nel caso in cui il debitore abbia difficoltà a far fronte ai propri pagamenti o fallisca.

- Rischio d'interesse: nasce quando oscillazioni del tasso d'interesse in un determinato investimento costringono l'impresa a far fronte a maggiori oneri finanziari.
- Rischio reputazionale: la definizione di questo tipo di rischio non è univoca. Il Comitato di Basilea lo definisce come "Rischio che deriva dalla cattiva percezione da parte di clienti, controparti, investitori, azionisti o regolatori, che possono influenzare l'abilità di una banca di mantenere o creare nuove relazioni d'affari e continui accessi a fonti di finanziamento". La Banca d'Italia invece, nella Circolare 263/2006 lo definisce così: "rischio che può impattare sugli utili o sul capitale in base ad una cattiva percezione della banca da stakeholder, controparti, clienti o investitori". Le definizioni adottate si riferiscono alle banche, ma possono essere estese anche a tutte le altre organizzazioni.

I rischi, inoltre, possono essere raggruppati in funzione della loro origine, distinguendoli tra rischi esterni e interni. I rischi esterni nascono all'esterno del gruppo, e per questo all'azienda non può essere imputata alcuna responsabilità. Tra questi rischi troviamo gli effetti derivanti dall'andamento del ciclo economico oltre che da qualsiasi variabile macroeconomica o del mercato finanziario. Inoltre, ai rischi esterni, si aggiungono quelli derivanti dalle modificazioni tecnologiche o dagli eventi naturali. Tuttavia non significa che non possano essere gestiti.

I rischi interni, invece, sono quelli originati da azioni e decisioni interne all'azienda, connessi alle caratteristiche e all'articolazione dell'organizzazione stessa. Tra questi, troviamo i rischi connessi al corretto funzionamento del sistema informativo, al grado di efficienza produttiva, alla sicurezza dei lavoratori, e così via. Questi possono essere influenzati dalle decisioni prese dal management.

I rischi possono essere classificati anche in sistematici (o non diversificabili) e diversificabili (o specifici). I rischi sistematici sono quelli correlati all'andamento del mercato, che possono essere raggruppate tutte in un'unica classificazione di rischio definita "rischio di mercato". Qui troviamo, ad esempio, le variabili macroeconomiche come l'andamento dell'economia globale/nazionale, le variazioni dei tassi di interesse, e l'inflazione. Questi rischi non possono essere eliminati o ridotti. Al contrario, i rischi diversificabili, possono essere eliminati o ridotti tramite il processo di diversificazione.

I rischi possono essere classificati anche in puri e speculativi. I rischi puri sono quelli determinati da eventi casuali, le cui conseguenze non sono note o determinabili, che possono causare danni senza possibilità di ottenere guadagni. Sono causati da eventi improvvisi e occasionali, come ad esempio frodi, terremoti, incendi, catastrofi, e quindi non sono in alcun modo influenzabili o gestibili. Solo al

verificarsi dell'evento possono essere prese delle contromisure. I rischi speculativi sono dei rischi che, derivano sempre da eventi incerti, ma da cui si possono ottenere sia guadagni che perdite. Questi rischi avvengono solamente se vengono intraprese delle azioni da parte dell'impresa, in quanto viene visto come potenzialmente conveniente intraprendere quel tipo di attività. Se gestiti correttamente, questi tipi di rischio possono generare dei profitti. Questo tipo di rischio è essenziale per la capacità dell'impresa di generare valore; un'azienda che non ne intraprende difficilmente ottiene dei ricavi. Un esempio classico di questo tipo sono gli investimenti.

È da considerare anche l'atteggiamento che l'organizzazione assume nei confronti dei rischi, che viene determinato dalle preferenze tra compiere un'azione il cui risultato è incerto e compierne un'altra, in cui il risultato è certo. Si possono distinguere i seguenti atteggiamenti al rischio:

- **Neutralità al rischio:** Un'impresa si definisce neutrale al rischio quando è indifferente tra ottenere con certezza una somma di denaro o un valore atteso di una quantità aleatoria.
- **Avversione al rischio:** quando un'impresa preferisce ottenere una somma certa rispetto all'alternativa aleatoria che produce una probabilità di conseguire una somma maggiore o minore a quella certa.
- **Propensione al rischio:** L'impresa preferisce l'alternativa con un risultato rischioso rispetto all'alternativa con lo stesso risultato certo.

Questo concetto è definito *Risk Appetite* e può essere definito come il livello di rischio, che un'organizzazione è disposta ad accettare, allo scopo di raggiungere i propri obiettivi. Gli standard ISO 31000 del risk management descrivono il risk appetite come "l'ammontare e il tipo di rischio che un'organizzazione è disposta a perseguire, mantenere o eliminare". Per valutare un rischio è necessario considerare la probabilità che un rischio accada e l'impatto della potenziale perdita. In una gestione del rischio ideale sono trattati prioritariamente i rischi di grande impatto e con grande probabilità di realizzazione, mentre i rischi poco probabili e di impatto poco influente vengono trattati in ritardo o non vengono proprio trattati, ciò perchè il rischio viene definito accettabile e per questo, può non risultare conveniente spendere tempo e denaro per mitigare quel rischio e accettare poi le eventuali perdite. Bisogna quindi considerare il costo opportunità e da qui deriva la difficoltà di allocare propriamente le risorse per gestire il rischio. Il tempo e le risorse spese per mitigare il rischio, devono essere ridotte al minimo indispensabile, nel processo di riduzione degli effetti negativi.

## 1.2.2 Gestione del rischio

La gestione del rischio, o risk management, è un procedimento aziendale con cui viene valutato o stimato il rischio e in base a ciò vengono adottate delle strategie per mitigarlo. Viene descritto dall'UNI 11230 – Gestione del Rischio, come “il complesso di azioni, metodi e risorse coinvolte per fare in modo di tenere un'impresa sotto controllo con riguardo ai rischi”. Il processo di gestione del rischio può essere applicato sia sui progetti o investimenti, prima della loro realizzazione (*project risk management*), sia sull'intera azienda, alle sue attività o funzioni (*enterprise risk management*).

Le fasi per la definizione del risk management (Floreani A., 2004) sono:

- ***Definizione degli obiettivi strategici dell'istituto e di risk management:***

Possiamo affermare che l'obiettivo di ogni azienda è quello di cercare di massimizzare il valore generato a favore degli stakeholder. A tal scopo l'obiettivo del risk management è quello di ridurre i rischi aziendali in modo che i benefici derivanti da questa operazione siano superiori rispetto ai costi per implementarla.

- ***Risk assessment (composto dall'identificazione, descrizione, stima, integrazione e valutazione dei rischi):***

La denominazione “risk assessment” non può essere tradotta in italiano, poiché la sua traduzione letterale, “stima del rischio”, è alquanto restrittiva rispetto al più ampio significato che assume nel processo di risk management.

Una volta definiti gli obiettivi, è necessario identificare i rischi, quindi, sostanzialmente, bisogna individuare tutti gli eventi che possono determinare effetti imprevisti sugli obiettivi che vengono posti dall'impresa. Non esiste uno schema generale per identificare i rischi ma, in linea generale, è possibile segmentare l'impresa o il progetto in unità elementari e, per ognuna di queste, individuare tutte le cause che possono impattare sul loro funzionamento. Per identificare i rischi ci si può avvalere anche di consulenti esterni; questa scelta è correlata principalmente alla dimensione aziendale.

Successivamente, bisogna descrivere i rischi, indicandone le principali caratteristiche, secondo una modalità standardizzata. Questa fase è particolarmente importante sia per agevolare le successive fasi di stima, sia per poter disporre in ogni momento di un'informativa sui rischi aziendali. Per fare ciò, i rischi vengono iscritti in un registro e viene redatta una scheda

descrittiva per ognuno, inserendo il nome del rischio, la sua descrizione qualitativa, i principali scenari associati al rischio, i soggetti responsabili per la gestione del rischio, le misure attualmente utilizzate per la loro gestione, ecc....

Poi si effettua una stima del rischio, con cui, attraverso opportune tecniche, si definiscono le probabilità e le conseguenze del rischio. Queste tecniche possono essere “qualitative”, utilizzando parole o scale per rappresentare il livello del rischio, “semiquantitative”, assegnando un’analisi qualitativa dei numeri alle categorie individuate e “quantitative”, determinando una distribuzione di probabilità agli eventi rischiosi.

A questo punto, si procede ad integrare il rischio, ossia unire i rischi aziendali identificati, descritti e stimati, e calcolarne gli effetti che ognuno di essi crea sulla rischiosità totale dell’impresa.

L’ultima fase del risk assessment è quella della valutazione del rischio: in questa fase si comparano le stime che sono state effettuate coi criteri stabiliti dall’azienda per il loro trattamento.

- ***Risk reporting***

Qui si redige un documento sintetico, in cui vengono evidenziati i risultati dell’analisi. Tramite questo report, il management può prendere le adeguate decisioni e quindi, stabilire se un rischio è opportuno che venga trattato, oppure no.

- ***Trattamento dei rischi***

Vengono selezionate e implementate le misure di contenimento del rischio più idonee. Si distingue tra misure di gestione del rischio ex ante (prevenzione) e misure ex post (di contenimento, riduzione del danno) che, tuttavia, vengono affrontate ex ante. Dopo aver effettuato queste misure, è necessario effettuare una nuova stima del rischio e ripetere il procedimento redigendo un ulteriore report sui rischi residuali.

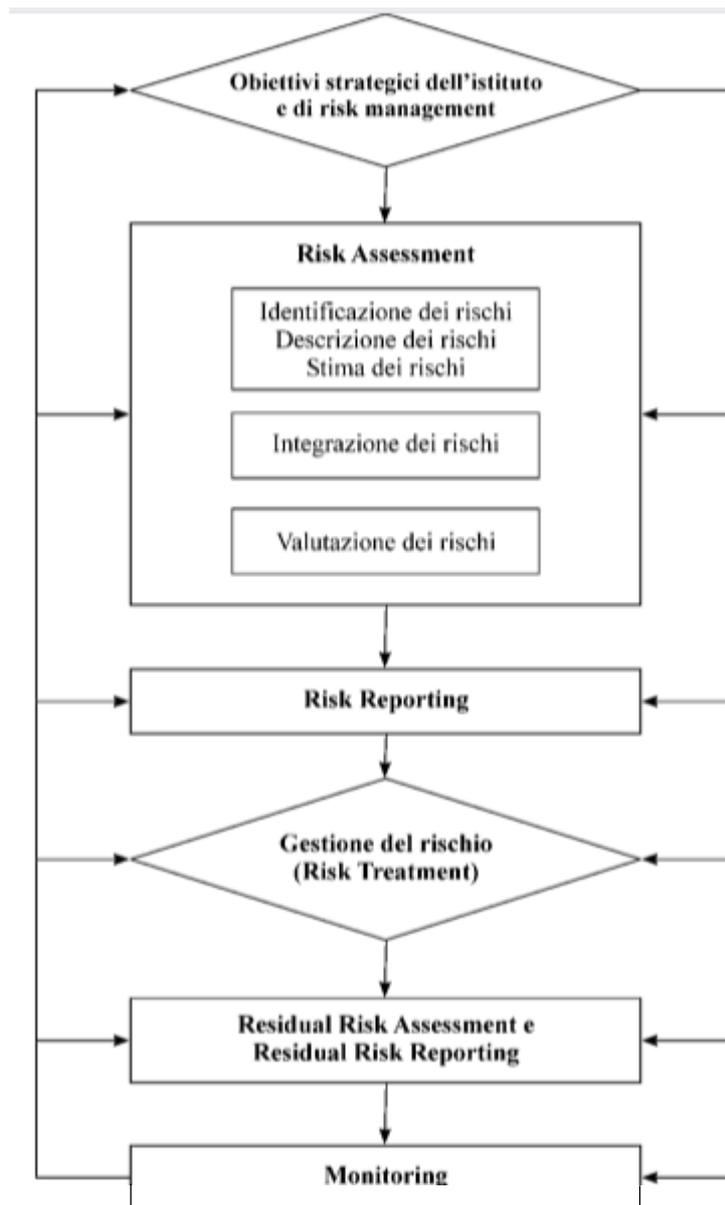
- ***Controllo (monitoring)***

Questa è l’ultima fase del risk management; qui vengono svolte le seguenti attività: controllo dell’andamento dei rischi assunti e dei rischi residuali, modifica del processo di risk management in caso di bisogno (il processo di risk management deve essere continuamente revisionato, soprattutto se si verificano cambiamenti dell’ambiente) e validazione dell’efficacia del processo ed eventuale revisione.

Questo processo deve essere applicato nelle aziende di medio-grandi dimensioni, mentre quelle piccole, solitamente, non hanno convenienza a destinare risorse aziendali per realizzare questo

processo; tuttavia, non significa che le imprese più piccole non debbano affrontare il problema della gestione dei rischi. In linea di massima, nella redazione di un processo di risk management, nelle imprese medio-grandi, dovrebbero essere coinvolti:

- Il consiglio di amministrazione: il suo ruolo è quello di determinare delle strategie adeguate per l'elaborazione di un procedimento di risk management, oltre che di definire dei target riguardanti l'assunzione dei rischi e misurare l'efficacia del procedimento di gestione del rischio.
- Il top management: a cui spetta la responsabilità di sviluppare il processo di risk management ed assumere le adeguate decisioni.
- I responsabili dei singoli centri di responsabilità aziendali: I manager di questi centri dovrebbero sviluppare il processo di risk management riferendosi ai rischi del centro corrisposto, diffondere la cultura del risk management all'interno del centro, e assumere decisioni operative relative ai rischi.
- Il risk manager: Svolge un ruolo centrale all'interno del processo, è responsabile del suo corretto funzionamento, definendolo e revisionandolo periodicamente, fissando obiettivi e vincoli, controllando l'effettiva esposizione al rischio, coordinando l'attività di gestione dei rischi tra i diversi centri di responsabilità e predisponendo la reportistica.
- La funzione di internal auditing: Il sistema di internal auditing è un processo che serve a monitorare l'efficienza delle varie operazioni, l'affidabilità delle informazioni finanziarie, il rispetto di leggi e regolamenti e la salvaguardia dei beni aziendali. Da ciò si può capire che per queste motivazioni anche la funzione di internal auditing deve occuparsi dei rischi aziendali.



Per quanto riguarda la definizione degli obiettivi e il trattamento del rischio, essi sono caratterizzati dalla prevalenza della componente manageriale (sono necessarie decisioni aziendali da parte dei manager). Tutte le altre fasi sono caratterizzate dalla componente tecnica.

Le modalità di gestione del rischio si differenziano in misure ex-ante, ossia adottate prima che il rischio si manifesti, ed ex-post, ossia misure attivate dopo che il rischio si è manifestato. Tra le misure ex-ante troviamo:

- **Non assunzione del rischio:** Si rinuncia ad assumersi un determinato rischio. Ciò può avvenire quando si ritiene che le misure di gestione del rischio sono troppo onerose in rapporto agli

eventuali benefici che verrebbero ottenuti, o quando non esistono dei modi per gestire il rischio in grado di ridurlo sotto la soglia interessata.

- **Ritenzione del rischio:** Il rischio viene assunto ma non vengono adottate misure di gestione del rischio. Ciò può avvenire quando il rischio è trascurabile o irrilevante, e realizzare delle vere e proprie misure di gestione del rischio non risultano convenienti.
- **Prevenzione:** È una misura di gestione del rischio che riduce la probabilità che il rischio si manifesti (ad esempio l'installazione di un antifurto per diminuire la probabilità che eventuali beni vengano rubati).
- **Protezione:** È una misura di gestione del rischio che non riduce la probabilità che il rischio si verifichi, ma riduce gli impatti economici che il realizzarsi del rischio provocherebbe (ad esempio installare delle porte tagliafuoco per diminuire l'impatto economico che un eventuale incendio provocherebbe all'azienda).
- **Diversificazione:** Il rischio viene ridotto segmentandolo e differenziando gli elementi che possono generarlo, in modo che se l'evento rischioso dovesse realizzarsi, non impatterebbe totalmente sull'impresa o sul progetto, ma solamente su un singolo segmento. (l'esempio più classico consiste nell'investire in più titoli azionari e non in uno singolo, in modo che se uno di questi dovesse andare male, impatterebbe solo in minima parte).
- **Copertura:** Consiste nell'assumersi una posizione rischiosa opposta a quella che si vuole gestire. (ad esempio, per il rischio di tasso di interesse quando richiediamo un prestito a tasso variabile, possiamo coprirci scambiando il nostro tasso variabile con uno fisso).
- **Monitoraggio ex-ante:** Non si tratta di una misura del rischio in senso stretto, ma più che altro di controllo, in quanto non modifica il profilo di rischio ma osserva come si evolve nel tempo. Se tramite il monitoraggio viene rilevato un improvviso aumento della volatilità dei tassi di cambio, l'azienda può intervenire tempestivamente per adottare le adeguate coperture.

Tra le misure di gestione del rischio ex-post troviamo:

- **Monitoraggio ex-post:** Anche questa non si tratta di una misura di gestione in senso stretto ma solamente di una misura di controllo; è comunque importante per un'adeguata gestione dei rischi. Si tratta infatti di meccanismi che permettono di rilevare e comunicare il manifestarsi dei rischi aziendali, permettendo a chi di dovere di intervenire.
- **Attività di contenimento e di diminuzione dei danni:** Si tratta delle attività che vengono compiute dopo che l'evento si è verificato, in modo da diminuirne gli impatti economici che

verrebbero provocati se non si intervenisse in alcun modo (ad esempio l'installazione di un sistema di spegnimento automatico degli incendi, che si attiva appena si verifica un incendio, in modo da ridurre i danni che l'incendio provocherebbe se non venisse fermato). È chiaro che comunque queste azioni devono tuttavia essere valutate ed applicate ex-ante.

- **Piani di finanziamento dei flussi finanziari ed economici:** I piani di finanziamento dei flussi finanziari servono ad evitare crisi aziendali determinate da improvvise crisi di liquidità ed attivare dei canali che l'azienda può utilizzare per far fronte alle esigenze di liquidità. I piani di finanziamento dei flussi economici, invece, servono ad evitare crisi aziendali determinate da grosse perdite economiche, attivando dei canali che possono essere utilizzati per far fronte alle crisi economiche. È chiaro che questi piani devono essere comunque redatti ex-ante, in modo che possano essere attivati tempestivamente al bisogno.

### 1.2.3 La disclosure sul rischio

Gli investitori hanno la necessità di comprendere i rischi che un'impresa assume per creare valore. La disclosure sul rischio è fondamentale per riuscire ad operare efficientemente nel mercato dei capitali, consentendo agli investitori di valutare i rischi e le incertezze delle imprese all'interno del loro portafoglio. È necessaria anche per l'impresa stessa per capire quanto è esposta alle minacce all'interno del mercato e per comprendere le eventuali opportunità. La richiesta di trasparenza sulla questione rischi è aumentata da una serie di scandali relativi alla contabilità (per citarne alcuni, Swissair, Enron, Worldcom, Adelphia, Lehman Brothers e, in Italia, Parmalat) e a causa della crisi finanziaria del 2007/2008; di conseguenza, per questi motivi, sono state introdotte nuove norme per aumentare l'informativa sui rischi. I manager devono quindi assicurare gli investitori sul fatto che i rischi e le incertezze siano ben gestite ("Enterprise-Wide Risk Management", DeLoach, 2000). Ciò richiede non solo l'implementazione di sistemi di gestione del rischio a livello aziendale, ma anche una comunicazione efficace sui rischi che incidono sulle strategie di impresa e sui piani di gestione da intraprendere per sfruttare le opportunità emergenti e per ridurre al minimo il rischio di fallimenti.

Va distinta la disclosure di tipo *obbligatoria (mandatory disclosure)* da quella di tipo *volontaria (voluntary disclosure)*. A tal proposito, mentre alcuni autori ritengono che tutte le informazioni

riguardanti il rischio debbano essere volontarie, altri ritengono che queste informazioni debbano essere di tipo obbligatorio. A questi due tipi di disclosure ne va aggiunta una terza, che si pone a metà via tra quella obbligatoria e quella volontaria, definita disclosure *raccomandata* (*recommended disclosure*):

- **Voluntary disclosure:** Deriva solamente dalla scelta dell'impresa di fornire o meno informazioni aggiuntive sul rischio rispetto a quelle obbligatorie. Queste vengono fornite principalmente da aziende che hanno già delle buone opportunità di crescita, per ridurre al minimo le asimmetrie informative tra azienda e mercato. Per un'impresa con basse opportunità di crescita, la disclosure obbligatoria può bastare per ridurre al minimo le asimmetrie informative, poiché non ha bisogno di finanziamenti esterni (Core E. J., 2001). Le informazioni volontarie che possono essere aggiunte, solitamente, riguardano l'ambito della sostenibilità, ovvero l'impatto ambientale, i diritti umani e sociali, e l'uguaglianza.
- **Mandatory disclosure:** Sono tutte quelle informazioni che vengono pubblicate dalle aziende, per rispettare gli obblighi imposti dalle leggi e dai regolamenti. Queste informazioni sono ritenute le più credibili da parte degli stakeholders, poiché la loro veridicità viene assicurata dalla presenza di revisori esterni che si occupano di stabilire che queste informazioni siano corrette, applicando sanzioni, se necessario.
- **Recommended disclosure:** Sono delle linee guida che un'impresa è tenuta a rispettare, per aumentare la credibilità e la qualità di divulgazione delle informazioni. Sono nate soprattutto a causa della pressione da parte degli stakeholders, che hanno spinto gli organi di regolamentazione a proporre queste indicazioni per garantire che determinate informazioni vengano pubblicate, rendendo anche più efficiente lo sviluppo della disclosure.

#### **1.2.4 La disclosure sul rischio dell'<IR> framework**

Nei contenuti dell'<IR> framework è stabilito che le aziende che redigono il bilancio secondo queste guidelines devono considerare anche i rischi e le opportunità che incontrano. Nello specifico, il bilancio integrato deve rispondere alla domanda "Quali sono i rischi e le opportunità che incidono sull'abilità dell'impresa riguardo alla generazione di valore nel breve, medio e lungo periodo e in che modo vengono gestiti?". Un bilancio integrato deve identificare quindi i rischi principali e le opportunità che sono specifiche all'organizzazione, comprese quelli che riguardano gli effetti

dell'organizzazione sulla qualità, accessibilità e continua disponibilità dei capitali nel breve, medio e lungo periodo. Più precisamente, devono essere identificati:

- Le fonti di rischi e opportunità, che possono essere interne, esterne, o un mix di entrambe. Le fonti esterne riguardano quelle derivanti dall'ambiente esterno, quelle interne riguardano quelle derivanti dalle attività commerciali dell'organizzazione.
- La valutazione dell'organizzazione della probabilità che il rischio o l'opportunità si realizzi e l'entità del suo eventuale effetto. Ciò include la considerazione delle circostanze specifiche, che potrebbero portare a compimento il rischio o l'opportunità. Tale divulgazione comporterà inevitabilmente un grado di incertezza.
- Le misure intraprese per mitigare o gestire i rischi maggiori, o quelle adottate per generare valore dalle opportunità, tra cui la determinazione degli obiettivi strategici, delle attività e dei KPI<sup>7</sup> corrispondenti.

L'approccio dell'organizzazione ad eventuali rischi, che sono fondamentali per la capacità continua dell'organizzazione di creare valore e che potrebbero avere conseguenze estreme, è normalmente incluso nel bilancio integrato, anche quando la probabilità che si verifichi è molto bassa.

### **1.2.5 L'evoluzione normativa riguardante la disclosure del rischio**

Come accennato in precedenza, nell'ultimo decennio, in base al susseguirsi di scandali relativi alla contabilità e alla crisi finanziaria, l'evoluzione dei mercati ha spinto gli stakeholders a richiedere alle istituzioni che venissero create delle norme e delle linee guida che regolassero il tema della disclosure sul rischio. determinati

In Italia, prima del 2005, la disclosure relativa al rischio era esclusivamente di tipo volontaria. Agli amministratori veniva richiesto genericamente una relazione di tipo qualitativa che descrivesse l'andamento della gestione, al cui interno poteva anche rientrare la disclosure sui vari rischi. La quantità e la qualità delle informazioni che venivano pubblicate però, potevano variare sostanzialmente da un'impresa all'altra, visto che la regolamentazione di tale materia non era

---

<sup>7</sup> KPI: indicatore chiave di prestazione. Sono degli indici, individuati da un esperto, che indicano quantitativamente, in base a dei valori, l'andamento di un procedimento aziendale. I principali KPI sono quattro: indicatori generali, di qualità, di costo e di servizio.

ancora presente. In altri stati invece, prima di tale data, già vigeva l'obbligo di presentare insieme al bilancio, una descrizione dei principali rischi assunti e le varie misure adottate per gestirli. In Germania, ad esempio, nel 2001, è entrato in vigore il **GAS 5**, uno standard contabile emanato dal **GASB** (German Accounting Standard Board), dove viene richiesto alle imprese di descrivere il sistema di gestione dei rischi e i principali rischi assunti. Dal 2006, gli obblighi di disclosure relativi al rischio, in Italia, iniziano ad aumentare. Nel 2002 vengono introdotti i principi contabili internazionali **IAS** (International Accounting Standard)/**IFRS** (International Financial Reporting Standard), tramite il Regolamento Comunitario (CE) n. 1606/2002, emanati dallo **IASB** (International Accounting Standards Board), l'organismo responsabile dell'emanazione dei principi contabili internazionali e approvati con regolamento comunitario allo scopo di rendere più semplice e trasparente il confronto tra i vari bilanci e la disclosure finanziaria delle varie aziende operanti in paesi differenti. Questi principi sono nati in seguito alla necessità di creare un mercato finanziario unico a livello comunitario, obiettivo stabilito nel Consiglio Europeo di Lisbona del 2000, nella "Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo - La strategia dell'UE in materia di informativa finanziaria: la via da seguire". Dal 2006, con il D.Lgs 38/2005, in Italia, alcuni soggetti sono vincolati a redigere il bilancio secondo questi principi contabili. "I soggetti in questione sono:

- Le società quotate.
- Le banche e gli intermediari finanziari soggetti a vigilanza.
- Le società emittenti strumenti finanziari diffusi.
- Le società assicurative non quotate, riferendosi al solo bilancio consolidato.
- Le società assicurative quotate."

Inoltre, hanno la facoltà, ma non l'obbligo, di applicare tali principi:

- Le società incluse nel consolidato di società obbligate a redigere il consolidato in conformità a questi principi
- Le società sottoposte all'obbligo di redazione o incluse in un bilancio consolidato

Tra questi principi, lo **IAS 1**, stabilisce che le imprese possono comunicare nella relazione sulla gestione "*i principali fattori e le influenze che incidono sul risultato economico, inclusi i cambiamenti nel contesto ambientale nel quale l'entità opera, la risposta dell'entità a questi cambiamenti e il loro effetto, e la politica di investimento dell'entità per mantenere e migliorare il risultato economico, inclusa la sua politica di distribuzione dei dividendi*" (IAS 1, paragrafo 13, IASB).

L'IFRS 7 invece stabilisce: *“L'entità deve illustrare la sua strategia di gestione del rischio per ogni categoria di rischio delle esposizioni al rischio che decide di coprire e alle quali si applica la contabilizzazione delle operazioni di copertura. La spiegazione dovrebbe consentire agli utilizzatori del bilancio di valutare in che modo sorgono i rischi, in che modo vengono gestiti e l'entità delle esposizioni al rischio.”* (IFRS 7, paragrafo 22, IASB). Grazie a questo principio contabile viene riunito in un unico documento la disclosure integrativa relativa agli strumenti finanziari e quella sui rischi, in modo da superare l'asimmetria normativa esistente tra aziende finanziarie e aziende industriali. È da specificare che le informazioni che devono essere dichiarate non devono essere sovraccaricate da dettagli inutili ed eccessivi, senza tuttavia occultare informazioni rilevanti. È compito dell'impresa stessa capire e decidere, in base alla loro esposizione al rischio, quanto specifica deve esserne la descrizione fornendo un quadro esauriente e fedele.

Inoltre, lo **IAS 37** impone di valutare i rischi e le incertezze nella determinazione degli accantonamenti.

A livello nazionale, l'**art. 2428 c.c.**, stabiliva che *“dalla relazione sulla gestione<sup>8</sup> devono risultare, in relazione all'uso da parte della società di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico di esercizio: (1) gli obiettivi e le politiche della società in materia di gestione del rischio finanziario, compresa la politica di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste; (2) l'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari.”* (comma 6-bis art. 2428 c.c., entrato in vigore nel 2005 tramite l'art. 3 del D.lgs. n. 394/2003).

In sostanza, in questo periodo, viene resa obbligatoria la disclosure sui *rischi finanziari*, ma quella relativa agli altri tipi di rischio rimane su base volontaria. L'evoluzione della disclosure obbligatoria anche su altre categorie di rischio, viene stabilita nel 2007, con una modifica all'**art. 2428 c.c.**, che recita *“la relazione sulla gestione deve contenere un'analisi fedele, equilibrata ed esauriente della situazione della società e dell'andamento e del risultato della gestione, nonché una descrizione dei principali rischi e incertezze cui la società è esposta”* e inoltre *“deve essere coerente con l'entità e la complessità degli affari della società, e contenere, nella misura necessaria alla comprensione della situazione della società e dell'andamento e del risultato della sua gestione, gli indicatori di risultato*

---

<sup>8</sup> La relazione sulla gestione è una descrizione completa sulle attività svolte da un'impresa durante l'anno, redatta dagli amministratori, che deve essere allegata al bilancio d'esercizio. La relazione ha lo scopo di fornire agli stakeholders tutte le informazioni sulle attività e i risultati conseguiti dall'azienda.

*finanziari e, se del caso, quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società"* (modifica dell'art. 2428 c.c. in base all'art. 1 del D.lgs. n. 32/2007). In sostanza, tramite l'introduzione di questa modifica, le aziende sono obbligate, nella relazione sulla gestione, a inserire i principali rischi e incertezze a cui la società è esposta. Per aumentare sempre di più l'armonizzazione dei principi contabili internazionali a livello europeo e garantire una migliore comparabilità tra i vari bilanci, nel tempo sono state introdotte varie direttive a livello comunitario:

- La direttiva **2001/65/CE**, che attribuiva, a ciascuno stato membro, la facoltà di utilizzare nei bilanci il *fair value* (valore equo), nella valutazione degli strumenti finanziari, derivati e non derivati. Il fair value viene definito, secondo gli IAS/IFRS, come *"il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti"*, ossia una stima del potenziale valore di mercato di un bene, servizio o attività. In materia di gestione del rischio, la norma richiedeva che doveva essere descritta l'esposizione dell'impresa ai vari rischi finanziari e in che modo l'impresa si copriva da questi. Ora tutte queste disposizioni sono contenute nella direttiva 34/2013/UE. Questa direttiva è stata recepita nel nostro ordinamento tramite il d.lgs. 394/2003, che ha introdotto l'art. 2427-bis. C.c., relativo alle informazioni degli strumenti finanziari da inserire in nota integrativa.
- La direttiva **2003/51/CE**, con la quale sono state introdotte delle regole finalizzate a modernizzare i principi contabili, garantendo maggiore flessibilità riguardo la disclosure del bilancio, consentire l'applicazione del principio di prevalenza della sostanza sulla forma, stabilire nuovi criteri di valutazione di alcune voci contabili e prevedere nuove informazioni da dichiarare sulla relazione sulla gestione. Ora questa normativa è stata parzialmente abrogata e le disposizioni ora sono riproposte nella direttiva 34/2013/UE.
- La direttiva **2004/109/CE**, riguarda l'obbligo di trasparenza per le società quotate. Gli obiettivi di questo emendamento sono quelli di stabilire dei requisiti minimi per quanto riguarda la distribuzione di informazioni finanziarie in tutta l'Unione Europea e un aumento della trasparenza sul mercato dei capitali e della protezione degli investitori per far fronte alle carenze informative in un contesto di mercato finanziario in via di sviluppo. Riguardo al risk reporting, la norma richiede che le imprese si impegnino, all'interno dell'informativa contabile, alla descrizione accurata dei rischi, che *"non può ridursi a generiche locuzioni né al semplice commento dei contenziosi in corso, ma dovrà prevedere un attento esame critico quantomeno delle principali variabili caratterizzanti il mercato nel quale l'azienda opera e*

*dei rischi finanziari*” (La direttiva europea 109/2004 sulla trasparenza nei mercati finanziari e l’informativa periodica - Revisione Contabile, Quagli Alberto, 2005). Inoltre, ogni azienda dovrebbe contenere al suo interno “*dei meccanismi di controllo volti a favorire il grado di affidabilità del reporting sui rischi*” (D’Onza G., Guerrini A., 2009). Questa norma è stata poi modificata nel 2013 dalla direttiva 2013/50/UE, in modo da incrementare ancor di più il livello di trasparenza.

- La direttiva **2014/95/UE**, o Non-Financial Reporting Directive (**NFRD**), introdotta nel nostro ordinamento tramite il d.lgs. 254/2016, che riguarda l’informativa degli elementi di carattere non finanziario, inserendo degli standard minimi riguardanti il reporting di tipo ambientale e sociale. È riferita a tutte le aziende con più di 500 dipendenti e che abbiano superato, alla data di chiusura del bilancio, uno dei seguenti due limiti:
  1. Tot. Stato patrimoniale: € 20.000.000
  2. Tot. Ricavi netti delle vendite e prestazioni: € 40.000.000.

La direttiva inoltre è obbligatoria anche per tutti gli enti di interesse pubblico quali società quotate, banche, imprese di assicurazione e riassicurazione. Secondo le stime dell’UE i soggetti a cui è riferita, a livello europeo, sono circa 11700. Questa direttiva prevede che le aziende in questione dovranno rendicontare anche le informazioni di carattere non finanziario, quindi indicare le proprie iniziative in tema di ambiente, politiche sociali, diritti umani, anticorruzione, politiche di genere e diversità. Nella pratica, le aziende dovrebbero raccogliere tutte le iniziative realizzate e i risultati ottenuti, valutandone l’impatto economico, lavorare sulle possibili sinergie tra i processi aziendali, con la possibilità di accedere a numerose agevolazioni (IRES, IRAP, INAIL e contributi a fondo perduto). Inoltre, in questo modo, l’azienda riesce a prevenire i rischi e consente agli stakeholders una piena comprensione dell’andamento dell’impresa.

I contenuti richiesti da questa direttiva sono: la descrizione del business model, le politiche aziendali relative alle questioni ambientali e sociali oltre che i loro risultati, i principali rischi collegati alle questioni finanziarie e non finanziarie dell’impresa e i Key Performance Indicators (KPI) non finanziari utilizzati. Queste informazioni devono avere la caratteristica della rilevanza rispetto all’attività e peculiarità dell’impresa, e devono essere fornite con la descrizione del modello aziendale di gestione, le politiche attuate dall’impresa, e i principali rischi, sia creati che subiti dalla società, che riguardano i temi del decreto, derivanti dall’attività di impresa. I soggetti obbligati al rispetto di questo regolamento, se non

adottano tali politiche, devono motivare e giustificare nel dettaglio la scelta di tale omissione. Nel caso in cui vengono omesse delle informazioni rilevanti o non vengano pubblicate entro la scadenza, è prevista una sanzione da 20.000 € a 150.000 €.

La dichiarazione non finanziaria può essere redatta tramite uno standard di rendicontazione nazionale o internazionale riconosciuto, oppure in modo autonomo. Se si sceglie di operare in autonomia, si devono giustificare dettagliatamente le motivazioni.

Sono previste tre modalità di controllo: 1. Gli amministratori devono assicurarsi del corretto adempimento formale di redazione e pubblicazione della dichiarazione non finanziaria, in modo che sia conforme a ciò che viene stabilito nel decreto. 2. L'organo di controllo verifica l'osservanza di talo disposizioni e le riferisce all'assemblea nella relazione annuale. 3. Il revisore legale o la società di revisione verifica l'idoneità della dichiarazione non finanziaria e rilascia un attestato di conformità, che verrà pubblicato congiuntamente alla dichiarazione.

A livello nazionale, ai sensi dell'**art. 2435-bis c.c.**, tutte le società che redigono il bilancio in forma abbreviata sono esenti dalla compilazione della relazione sulla gestione, quindi non sono tenute a fornire informazioni riguardanti rischi e incertezze e le loro politiche di gestione.

**L'OIC 3**, *"Le informazioni sugli strumenti finanziari da includere nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione"* (artt. 2427-bis e 2428, comma 2, n. 6-bis c.c.), individuava nell'IFRS 7 la principale fonte interpretativa del dettato normativo. Nel bilancio ordinario d'esercizio, in linea generale, sono oggetto di informativa il rischio di credito, di liquidità, il rischio di mercato e, per le banche, i rischi operativi. Nel 2016 l'OIC 3 è stato sostituito dall'OIC 32, la cui novità è l'iscrizione dei derivati in stato patrimoniale in base al fair value: se il valore è positivo va iscritto nelle attività, se è negativo va iscritto nelle passività. Questo regolamento ha lo scopo di creare un'armonizzazione con i principi contabili internazionali e ridurre le differenze di contabilità. Si rivolge a tutte le imprese italiane, ad eccezione delle microimprese (con un numero di dipendenti minore di 10 unità e con un fatturato minore di 2 milioni €).

Per quanto riguarda la risk disclosure di tipo obbligatorio, In Francia, è previsto l'articolo 225-100-2 del Commercial Code francese, il quale richiede alle aziende di includere, nel report annuale, una descrizione dei principali rischi che l'azienda deve affrontare durante l'anno corrente e precedente. Ciò è simile a quanto richiesto dalle direttive europee, con la differenza che questo si riferisce solamente ai rischi e non alle incertezze e richiede, inoltre, alle aziende di descrivere sia i rischi correnti che quelli passati.

In Germania, nel Commercial Code tedesco, negli artt. 289 e 315, viene richiesto alle aziende di fornire informazioni relative al rischio finanziario e fiscale. Questi requisiti devono essere integrati dalle regole previste dal GAS 5, che richiede alle aziende di descrivere, in termini generali, il loro Risk Management.

Negli Stati Uniti, invece, similmente alla normativa tedesca, con l'applicazione del FRR 48, la SEC<sup>9</sup> richiede alle aziende di focalizzarsi specificatamente nella divulgazione dei rischi finanziari e di mercato. Inoltre, il regolamento S-K (Item 402, Item 503), richiede alle aziende di fornire informazioni riguardanti il rischio strategico, derivante da cambiamenti nell'ambiente in cui l'impresa opera e il rischio di cambiamento climatico. Comparato all'IFRS 7, la normativa americana è meno generica, in quanto identifica specifici metodi di quantificazione dei rischi.

Per quanto riguarda la disclosure di tipo volontario, in Francia, L'AMF<sup>10</sup> raccomanda nei principi di presentare tutte le categorie di rischio, la loro gestione e la quantificazione del loro impatto finanziario. Richiede, inoltre, che vengano fornite informazioni specifiche riguardo il rischio legale, industriale, ambientale, operativo, di credito, di liquidità e di mercato.

Le linee guida sulla disclosure volontaria nel Regno Unito, invece, sono stabilite dall'ASB's Reporting Statement on Operating and Financial Review (ASB, 2005), che delinea alcuni principi di gestione del rischio, utilizzando i KPI come metodo di quantificazione del rischio. Raccomanda principalmente di fornire informazioni generiche riguardanti i propri stakeholder.

Più delicata invece la situazione relativa alla disclosure sui rischi riguardante le banche, che sono sottoposte agli **Accordi di Basilea**, ossia dei principi ed indicazioni riguardanti i requisiti patrimoniali, stabiliti dal Comitato di Basilea, formato dai rappresentanti delle banche centrali e autorità di regolamentazione dei paesi che fanno parte del G10. La maggior parte degli attivi nel bilancio bancario è stato da sempre composto prevalentemente dai crediti verso clienti, in quanto il margine di interesse è la componente principale del margine di intermediazione. Nonostante questa rilevanza, il processo del credito non aveva mai ricevuto una precisa definizione e regolamentazione standard, fino al 1988, in cui il Comitato di Basilea introduce il primo accordo di Basilea. L'evoluzione del contesto macroeconomico ha portato il Comitato a redigere, ad oggi, 3 accordi:

---

<sup>9</sup> SEC: Securities Exchange Commission. Si tratta dell'agenzia federale degli Stati Uniti che si occupa della supervisione del mercato dei titoli.

<sup>10</sup> AMF: Autorité des Marchés Financiers

- **Basilea I:** Il primo accordo di Basilea nasce nel 1988, con cui vengono introdotti i requisiti patrimoniali minimi, ossia la parte di capitale che deve essere tenuta a deposito a tutelare i clienti dal rischio che non ci sia liquidità sufficiente a coprire il debito. Secondo questo accordo, le banche devono accantonare una somma (patrimonio di vigilanza) pari ad almeno l'8% delle attività creditizie. Questa somma deve essere tenuta a scopo precauzionale per fronteggiare eventuali rischi e deve comprendere: Patrimonio di base (Tier 1), riserve (Tier 2) e strumenti di capitale ibridi, come ad esempio debiti subordinati con scadenza a breve termine (Tier 3). Inoltre, per gestire il rischio di credito, sono previsti degli "sconti" (coefficiente di ponderazione), in base al tipo di prenditore (il tasso d'interesse può variare in base al soggetto che richiede il prestito, che sia impresa, stato, banca, ecc... e in presenza di garanzie). Questo accordo è stato recepito nella Direttiva 647/1989/CEE.
- **Basilea II:** Il primo accordo di Basilea si è rivelato inadatto nel tempo, poiché si concentrava troppo sul rischio di credito, escludendo i rischi di mercato come i rischi di tassi d'interesse o rischio del tasso di cambio. Da questi limiti, viene avviato un procedimento di revisione, con cui, nel 1999, è stato introdotto un documento di consultazione pubblica, che poteva essere esaminato da ogni paese, delle banche e degli esperti. Il documento viene approvato definitivamente dal Comitato nel 2004, entrando in vigore nel 2008. L'accordo è suddiviso in 3 pilastri:
  - (1) **1° Pilastro:** rimane invariato il limite dell'8%, ma mutano le regole di calcolo del coefficiente di ponderazione per la concessione dei prestiti, rendendoli più affinati nella misurazione del rischio di credito. Inoltre, viene concesso l'utilizzo di valutazioni sul rischio di credito da parte della Banca (rating interni) e viene valutato anche il rischio operativo (es. incendi, terremoti, problemi informatici, ecc...).
  - (2) **2° Pilastro:** Vengono aumentati i poteri di controllo delle Autorità di Vigilanza, che dovranno verificare, oltre ai requisiti minimi del Patrimonio di Vigilanza, anche l'applicazione, da parte degli istituti di credito, di politiche e procedure organizzative, per la misura e il governo dei propri rischi.
  - (3) **3° Pilastro:** Gli istituti di credito sono obbligati a fornire maggiori informazioni sul mercato (trasparenza della disclosure), affinché il pubblico degli investitori possa verificare in maniera chiara e trasparente, le condizioni di rischio e di patrimonializzazione delle singole banche.

- **Basilea III:** La crisi finanziaria del 2007 ha evidenziato le carenze dei precedenti due accordi, più precisamente sul modo in cui le banche misuravano e gestivano i rischi. Per questo motivo sono state varate le nuove regole denominate Basilea III, approvate nel 2010 ed entrate in vigore nel 2013, che definiscono nuovi requisiti di copertura:
  - (1) Requisiti minimi di capitale: Il limite dell'8% rimane, ma in esso, il patrimonio di base (Tier 1) aumenta dal 4% al 6% e di questi, almeno i tre quarti devono essere di solo capitale sociale.
  - (2) Leverage Ratio: Viene introdotto il requisito minimo di *leverage ratio* (coefficiente di leva finanziaria), ossia il rapporto tra il capitale di tipo Tier 1 e il totale attivo non ponderato per il rischio, che deve essere almeno del 3%.
  - (3) Rischio di liquidità: Viene introdotto l'LCR (Liquidity Coverage Ratio), ossia il rapporto tra gli asset liquidi di alta qualità e i flussi di cassa in uscita degli ultimi trenta giorni, che deve essere superiore al 100%, in modo da riuscire a fronteggiare il rischio di liquidità di breve termine. Per fronteggiare il rischio di liquidità di lungo termine invece, è stato introdotto il NSFR (Net Stable Funding Ratio), che richiede alle banche di mantenere un deposito stabile, che serve per coprire le attività di lungo termine.
  - (4) Limitazioni alla pro-ciclicità: viene richiesto alle banche di non aumentare la loro esposizione al rischio durante i periodi di crescita economica, ma, al contrario, di trattenere i guadagni per poterli poi utilizzare durante i periodi di recessione.

Nel 2015 il Banking Committee on Banking Supervision (BCBS) ha introdotto cinque principi che servono per fare in modo che le banche producano una divulgazione del rischio chiara e di qualità, per garantire una maggior comprensione dei rischi:

- La disclosure deve essere comprensibile, ossia deve essere chiara agli stakeholder ed esibita in un linguaggio non troppo complesso.
- La disclosure deve essere completa, quindi devono essere divulgate informazioni adeguate sui vari procedimenti ed azioni applicate dalla banca per analizzare, calcolare, determinare e gestire i rischi. Il livello di dettaglio deve essere commisurato alla grandezza della banca stessa.
- Devono essere divulgati solo gli aspetti rilevanti, quindi deve riguardare solo i rischi più importanti, e vanno dunque evitate tutte le informazioni con un basso grado di utilità.

- La disclosure deve essere coerente nel tempo, per poter mostrare ai soggetti esterni la presenza di eventuali trend. Gli eventuali cambiamenti all'interno della banca devono essere evidenziati e motivati,
- La disclosure dovrebbe essere comparabile tra banche differenti, secondo il framework del terzo pilastro di Basilea.



# Capitolo 2: ANALISI STRUTTURATA DELLA LETTERATURA

## 2.1 Domanda di ricerca

Data la sempre maggior importanza che temi come la sostenibilità e la gestione del rischio hanno cominciato ad assumere, e che una maggior divulgazione di informazioni anche di tipo non finanziario verso l'esterno, rendendo le imprese più trasparenti, possa far comprendere a tutti i soggetti coinvolti nelle dinamiche dell'impresa il grado di rischio reale che possono assumersi relazionandosi le imprese, attraverso questa tesi si è deciso in primis di analizzare la letteratura riguardante questo argomento, e poi di esaminare un campione di imprese, allo scopo di capire come le informazioni riguardanti il rischio vengono dichiarate nei bilanci integrati. Per quanto riguarda l'analisi della letteratura, si è deciso di proseguire seguendo un preciso protocollo di analisi (Agostini, Chiucchi, Giuliani, 2020). L'analisi della letteratura rappresenta un'importante guida che permette di identificare velocemente le peculiarità del tema per poterle poi analizzare nel dettaglio e sviluppare domande di ricerca pertinenti (Massaro et al., 2016). Si è proceduto al censimento dei contributi e dei loro riferimenti bibliografici utilizzando la banca dati Scopus, considerata come strumento leader nell'analisi delle citazioni, con l'obiettivo di approfondire e delineare il percorso della letteratura riguardante il bilancio integrato e l'analisi del rischio. Innanzitutto, sono stati identificati gli studi che testano le relazioni oggetto di approfondimento utilizzando specifiche parole-chiave quali "Integrated reporting", "risk analysis", "IR framework", ecc... Dopodichè, gli articoli trovati in base a queste parole-chiave sono stati "filtrati": sono stati infatti selezionati solo gli articoli (attraverso l'opzione "document type: articles") stampati o già accettati (in stampa) in riviste scientifiche (attraverso l'opzione "source type: journals") e scritti in inglese, eliminando gli articoli scritti in altre lingue. L'ultimo criterio di selezione riguarda l'area tematica ("subject area"): l'analisi si concentra principalmente sull'area economica, rilevante per il tema trattato nella tesi.

L'analisi si è svolta in 6 passaggi:

- 1) Ricerca per parole chiavi e censimento dei contributi e dei loro riferimenti bibliografici utilizzando la banca dati Scopus.
- 2) Selezione dei soli articoli.
- 3) Tra gli articoli, selezione di quelli stampati o in stampa (già accettati) su riviste scientifiche.
- 4) Selezione dei soli articoli pubblicati in lingua inglese.
- 5) Selezione dei soli articoli inerenti all'area "Business, Management and Accounting", "Decision Sciences", "Social Sciences", "Economics, Econometrics and Finance", "Environmental Science" e "Multidisciplinary".
- 6) Deselezione degli articoli non pertinenti sulla base dell'analisi dell'abstract.

Alla fine di questi passaggi, è stato formato il campione definitivo degli articoli da analizzare.

## **2.2 Analisi della letteratura**

### **2.2.1 Impatto del bilancio integrato sul valore di mercato dell'impresa**

Uno dei principali motivi per cui un'impresa dovrebbe iniziare ad adottare il bilancio integrato, riguarda la sua possibilità di massimizzare i profitti. Come già accennato nel primo capitolo, il framework IIRC stabilisce che "il successo di ogni impresa deriva dall'utilizzo interconnesso delle 6 tipologie di capitale: finanziario, produttivo, intellettuale, umano, relazionale (sociale) e naturale". Il bilancio integrato viene definito come "un documento sintetico che mostra come la strategia, la governance, le prestazioni e le prospettive future di un'impresa permettono di generare valore nel breve, medio e lungo termine nelle circostanze nelle quali opera" (IIRC, 2013). La letteratura, infatti, ha dimostrato come l'adozione del bilancio integrato riesca ad aumentare il valore di mercato dell'impresa, poiché l'utilizzo delle sole informazioni contabili non sono sufficientemente utili per esprimere il vero valore dell'impresa, e devono essere integrate anche attraverso informazioni di tipo non finanziario.

Le informazioni finanziarie, come il valore contabile del patrimonio netto e l'utile, sono assolutamente rilevanti per gli azionisti, purché siano fortemente associate al prezzo delle azioni di una società (Filip & Raffournier, 2010). Pertanto, le decisioni di investimento, si basano sulla relazione tra i rendimenti delle azioni o il loro prezzo, e le informazioni relative alla contabilità, come

guadagni, flussi di cassa, valore contabile del patrimonio netto, dimensioni dell'impresa, ecc.... (Barth et al, 2008; Filip & Raffoumier, 2010, Muller, 2011).

Diversi studi hanno analizzato anche l'importanza delle informazioni non finanziarie, mostrando una relazione positiva tra le variabili non finanziarie e il prezzo delle azioni (Barth et al., 2001; Cormier & Magnan, 1997). Belkaoui (1976) ha analizzato la relazione tra le reazioni del mercato e le spese di controllo dell'inquinamento in alcune aziende statunitensi chimiche, alimentari, petrolifere e siderurgiche. Freedman e Jaggi (1986) hanno riscontrato una correlazione positiva tra il valore di mercato delle informazioni non finanziarie con particolare attenzione agli aspetti ambientali all'interno delle società statunitensi che operano nel settore della carta. Hart (1997) trovò una relazione tra le performance e lo svolgimento di azioni legate alla sostenibilità di alcune aziende statunitensi, indiane e olandesi. Uno studio di Clarkson et al. (2008), ha fornito una rivisitazione dei principali studi relativi alla contabilità, identificando 3 principali filoni di ricerca: l'impatto delle informazioni sulle prestazioni ambientali aziendali sul valore dell'impresa (Hassan, 2018; Yu et al., 2018); le decisioni manageriali di rilevare potenziali responsabilità ambientali (Corner & Magnan, 1999; Nakamura et al., 2001); e, infine, la relazione tra divulgazioni ambientali e prestazioni ambientali (Patten, 2002; Sutantoputra et al., 2012). In linea con il gruppo di studiosi che hanno riscontrato una relazione positiva tra la disclosure ambientale e le performance aziendali (Clarkson et al., 2008; Cormier & Magnan, 2007; Guidry & Patten, 2012; Matsumura et al., 2013; Stanny, 2013; Zeng et al., 2010), Paolone F., Granà F., Martiniello L., Tiscini R. (2021), hanno rilevato che, tramite un'analisi di regressione, la divulgazione non finanziaria è fortemente correlata al valore di mercato dell'impresa. Il contributo dato dalla letteratura mira a dimostrare che maggiore è il livello di divulgazione degli indicatori di rischio di tipo ambientale, maggiore è la performance di mercato di un'azienda.

Anche altri studi dimostrano gli effetti del bilancio integrato sul valore di mercato dell'impresa: Lee e Yeo (2016), utilizzando un campione di imprese sudafricane, listate nella JSE, rilevarono una relazione positiva tra il valore dell'impresa e la qualità del bilancio integrato. Anche Barth et al. (2017), effettuando lo stesso studio, trovò un'associazione positiva. Wahl et al. (2020), invece, sulla base di un campione internazionale di società quotate che adottano il bilancio integrato in maniera volontaria, non riscontrarono effetti significativi della divulgazione non finanziaria sul valore dell'impresa. Loro sostengono che coloro che adottano l'IR in maniera volontaria, potrebbero già avere un "livello relativamente elevato di trasparenza, che porta ad un effetto aggiuntivo della

divulgazione assente". Gli effetti positivi del bilancio integrato sembrano essere più rilevanti negli ambienti in cui è obbligatorio. In particolare, l'impatto delle informazioni fornite nel bilancio integrato sul valore dell'impresa, può essere studiato sulla base di due opinioni contrastanti:

- Il primo punto di vista, supporta un'associazione positiva tra le due variabili, poiché è probabile che il bilancio integrato migliori la qualità delle informazioni divulgate e ciò porterebbe ad una miglior allocazione delle risorse nel mercato. Se il mercato incorpora prontamente le informazioni divulgate nei prezzi delle azioni, è probabile che ciò migliorerà la liquidità del mercato e quindi il valore di mercato delle imprese.
- Il secondo punto di vista, sostiene che le informazioni relative al rischio, divulgate nel bilancio integrato, creino un effetto dannoso sugli azionisti. Se il bilancio integrato costringe le aziende a rivelare informazioni sensibili alla concorrenza (informazioni costose), è probabile che tali informazioni siano associate negativamente alle valutazioni aziendali. In altre parole, se il bilancio integrato obbliga le aziende ad adottare processi organizzativi costosi, e che hanno scarsi benefici per le aziende, allora è probabile che le informazioni divulgate nel bilancio integrato, siano associate negativamente ai prezzi delle azioni, e ciò supporta l'idea che l'adozione obbligatoria del bilancio integrato, abbia effetti negativi sul valore aziendale.

Elshandidy T., Elmassri M., Elsayed M. (2021), attraverso lo studio di un campione di bilanci integrati obbligatori di aziende sudafricane, e di bilanci integrati volontari di aziende inglesi, comparandoli a quelli annuali convenzionali, supportano il primo punto di vista, ossia che la risk disclosure presente nel bilancio integrato non impatta negativamente il valore di mercato dell'azienda, sia nel contesto obbligatorio che in quello volontario.

Un altro motivo per cui il bilancio integrato può avere effetti positivi sul valore di mercato dell'impresa, è la riduzione del costo del debito per l'impresa. Mazumdar e Sengupta (2005) suggeriscono che le aziende che divulgano in modo costante, dettagliato e tempestivo le informazioni, affrontano un costo del debito minore. Queste informazioni mitigano le asimmetrie informative tra management e creditori, quindi riducono la percezione del rischio di default da parte dei finanziatori (Sengupta, 1998). La presenza di asimmetrie informative, aumentando la percezione del rischio, obbliga gli investitori a chiedere interessi più alti ed aumentando quindi il costo del debito per l'azienda. Un'informativa sul rischio più completa porta quindi ad una significativa riduzione del costo del capitale. Tuttavia, gli studiosi più critici, mettono sempre più in discussione l'utilità decisionale dell'attuale rendicontazione finanziaria e non finanziaria, a causa di alti gradi di

eterogeneità, disconnessione, e sovraccarico di informazioni (de Villiers, Rinaldi, & Unerman, 2014; Miller, 2010). Gli obiettivi principali del bilancio integrato, riguardano la focalizzazione sull'approvvigionamento di capitale finanziario da parte degli investitori ed aumentare l'efficienza dell'allocazione del capitale (IIRC, 2013), ma è stato dimostrato che, inoltre, la sua redazione produce effetti di:

- Riduzione di asimmetrie informative (Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza, & Garcia-Sanchez, 2014; Garcia-Sanchez & Noguera-Gamez, 2017; Lee & Yeo, 2016),
- Reazioni positive sul mercato dei capitali (come ad esempio un aumento del valore dell'impresa) (Barth, Cahan, Chen, & Venter, 2017; Gal & Akisik, 2020; Lee & Yeo, 2016),
- Maggior liquidità azionaria (Barth et al., 2017),
- Minori costi di transazione (Serafeim, 2015),
- Maggiore accuratezza delle previsioni degli analisti,
- Minor costo del capitale (Zhou, Simnett, & Green, 2017),
- Minor costo medio ponderato (Vena, Sciascia & Cortesi, 2020).

Secondo il modello di agenzia (Jensen & Meckling, 1976), i finanziatori, prestano capitale ad un'impresa (agente), aspettandosi di riceverlo indietro insieme al pagamento degli interessi, che servono per compensare il rischio dell'approvvigionamento di capitale. Tuttavia, i creditori, esterni all'impresa, affrontano tutta una serie di asimmetrie informative e hanno accesso limitato alle informazioni private dell'azienda, quindi sono costretti a stimare il rischio finanziario tramite le informazioni che hanno a disposizione (Leftwich, Watts & Zimmerman, 1981). Inoltre, se le informazioni sono assenti, o difficili da ottenere (alti costi di agenzia), gli investitori impongono un tasso di interesse più alto, aumentando il costo del debito (Cheng, Ioannou & Serafeim, 2014; Guidara, Khlif & Jarboui, 2014). Quindi, le aziende dovrebbero fornire informazioni dettagliate (Mazumdar & Sengupta, 2005), per ridurre i costi di asimmetria informativa tra management e creditori, ridurre i costi di agenzia, ed aumentare la trasparenza. L'aumento della disclosure porta ad una riduzione dell'asimmetria informativa, e viene individuato come "un possibile strumento per evitare l'eccessiva sorpresa degli operatori attorno agli annunci periodici obbligatori" (Avallone F., 2008). Ciò porta quindi ad una migliore performance per l'impresa, caratterizzata dalla maggior fiducia posta dagli stakeholder nell'impresa. In questo modo viene contenuto il fenomeno dell'*adverse selection*, generando un aumento della liquidità del titolo. I primi studi a riguardo (Diamond, Verrecchia, 1991) sostengono che un aumento della disclosure riduce l'asimmetria

attraverso due effetti: in primo luogo, aumentare le informazioni contabili fornite al pubblico rende quelle private difficili o costose da ottenere. In questo modo, meno investitori riusciranno ad ottenere informazioni private, riducendo la possibilità di negoziare con investitore più informato. In secondo luogo, una maggior disclosure riduce le incertezze degli investitori riguardo al loro investimento. Entrambi gli effetti aumentano la liquidità del titolo riducendo la probabilità che investitori non informati aumentino i prezzi per proteggersi dalla possibilità di subire perdite dovute alla negoziazione con investitori informati. Il bid-ask spread è un meccanismo per il prezzo di protezione quando si acquistano o vendono azioni sul mercato. Alti livelli di disclosure quindi aumentano la liquidità del titolo riducendo l'asimmetria informativa. Cortesi e Vena (2019) confermano che l'adozione volontaria del bilancio integrato diminuisce le asimmetrie informative ed è premiata dagli azionisti, che possono scambiare le azioni di società che redigono l'IR ad un costo maggiore. In modo simile, Lee e Yeo (2016), rivelano un'associazione positiva tra il bilancio integrato e il valore dell'azienda, specialmente tra aziende con un'organizzazione complessa e grandi necessità finanziarie esterne, indicando che il bilancio integrato porta ad un minor costo per le informazioni per gli investitori. Inoltre, Uno studio condotto su numerose aziende francesi appartenenti al SBF 120<sup>11</sup> index, tra il 2007 e il 2015, ha mostrato una relazione tra la risk disclosure e l'analyst following, facendo notare come le aziende con una maggior risk disclosure attirassero più analisti finanziari. I risultati di questo studio hanno dimostrato che gli analisti sostengono costi inferiori per la raccolta di informazioni in aziende con una maggior risk disclosure. I servizi degli analisti finanziari sono preziosi per queste aziende poiché sono molto esposte ai rischi.

Una buona performance di sostenibilità, riduce il costo del debito, riducendo il rischio (effettivo e percepito), dovuto ad una minore probabilità di azioni legali e regolamenti penalizzanti (Orlitzky & Benjamin, 2001), ad una diminuzione di operazioni, prodotti, e tecnologie che possono incidere sul rischio (Malik, 2015; Starks, 2009), e ad un minor livello di rischio finanziario (Oikonomou, Brooks, & Pavelin, 2012). Inoltre, con l'adozione di una buona CSR, le aziende riescono a godere di migliori prospettive di crescita e una maggior stabilità (Benlemih, 2017; Gregory, Tharyan & Whittaker, 2014), che portano ad un maggior cash flow e ad una maggior probabilità di riuscire a ripagare le obbligazioni. Arnold, Bassen e Frank (2012), rilevano che il bilancio integrato porta ad una miglior valutazione delle performance ESG da parte degli investitori. Allo stesso modo, Mervelskemper e Streit (2017), rilevano che "il bilancio integrato amplifica la valutazione di mercato delle prestazioni

---

<sup>11</sup> Société des Bourses Françaises 120 Index: è un indice azionario della borsa francese che comprende le 120 aziende quotate più scambiate nella Borsa di Parigi.

ESG e della governance aziendale di un'azienda in misura economicamente e statisticamente significativa senza costi aggiuntivi”.

Gli investitori obbligazionari impongono un premio di interesse per le imprese con prestazioni di sostenibilità basse o sconosciute (maggiore asimmetria informativa), perché ciò implica un rischio aggiuntivo per l'impresa di rimborsare gli obblighi futuri. Se le aziende con una performance di sostenibilità bassa fornissero informazioni dettagliate sul loro contributo alla sostenibilità, sulla loro valutazione dei rischi ESG e sulle loro strategie di mitigazione all'interno del bilancio integrato, ridurrebbero significativamente sia l'asimmetria informativa che i costi di agenzia, portando a ridurre il premio di interesse richiesto dai creditori. La letteratura mostra anche che le aziende che operano in settori sensibili dal punto di vista ambientale, sono considerate rischiose e devono affrontare una maggiore esposizione e controllo da parte dei mercati (Cho & Patten, 2007; El Ghoul et al., 2011; Guenster, Bauer, Derwall, & Koedijk, 2011). Ge e Liu (2015), rilevarono che gli obbligazionisti sono più attenti nelle imprese in settori inquinanti, mentre Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S., (2012), rilevarono che le aziende con maggiori valori ambientali sono meno esposte a rischio sistematico e di contenzioso. Le aziende inquinanti, dunque, possono essere penalizzate riguardo alla richiesta di tassi di interesse più alti (Chava, 2014; Du, Weng, Zeng, Chang, & Pei, 2015; Goss & Roberts, 2011). L'adozione del bilancio integrato da parte di queste aziende può essere visto come un segnale di “contribuzione sociale”, da cui possono trarre vantaggio (Fasan & Mio, 2017; Rivera-Arrubla, Zorio-Grima, & Garcia-Benau, 2017; Stacchezzini, Melloni, & Lai, 2016). Ci si aspetta, dunque, che l'adozione di un bilancio integrato in aziende inquinanti riduca drasticamente l'asimmetria informativa e i costi di agenzia, che porta gli obbligazionisti a ridurre il tasso di interesse. Gerwanski J. (2020), sulla base di un campione di 834 aziende nel periodo tra il 2015 e il 2017, attraverso un modello di regressione lineare, ha riscontrato che l'adozione del bilancio integrato riduce significativamente il costo del debito di un'impresa, poiché la maggior trasparenza derivante dal bilancio integrato, riesce a portare una riduzione del tasso di interesse richiesto dagli obbligazionisti, che servirebbe per compensare alcuni tipi di rischio quali: intenzioni manageriali dannose, sottoinvestimenti, sostituzione di attività, investimenti eccessivi ed espropriazione della ricchezza. Inoltre riduce gli sforzi da parte degli investitori di trovare le informazioni di cui necessitano, e, a causa dei minori costi di agenzia, portare ad un'allocazione del capitale più efficiente.

## 2.2.2. Fattori che influenzano la risk disclosure

La letteratura dimostra che la decisione di divulgare informazioni dipende da vari fattori specifici di ogni impresa:

- 1) Le grandi imprese subiscono molta pressione a causa dell'esistenza di costi di agenzia (Elshandidy et al., 2018) e possono ridurli divulgando più informazioni volontarie. Linsley e Shrivies (2006), rilevarono che la **dimensione dell'impresa** ha un impatto positivo nella risk disclosure, calcolando la dimensione dell'impresa utilizzando il valore di mercato e il fatturato. Nonostante non tutti gli studi siano concordi, nella maggior parte dei casi questa correlazione esiste. Anche Abraham e Cox (2007), pur non indagando propriamente sulla relazione tra comunicazione del rischio e dimensione, ma analizzando altri fattori, rilevarono indirettamente, in un campione di imprese inglesi, che esiste una relazione tra queste due variabili. Miihkinen (2012) studiando un campione di aziende finlandesi, rileva dei risultati concordanti con la letteratura precedente, rilevando che oltre ad esistere la relazione tra comunicazione del rischio e dimensione, le imprese più grandi forniscono una disclosure migliore sia dal punto di vista quantitativo che qualitativo, rispetto alle imprese più piccole. In generale, gli studi esaminano la relazione tra il livello di risk disclosure e la dimensione dell'impresa utilizzando diverse variabili per definire la "grandezza" dell'impresa, tra cui le vendite totali, il fatturato, gli asset totali, la capitalizzazione di mercato e il numero di dipendenti.
- 2) Le **performance aziendali** incidono sulla qualità e quantità di informazioni divulgate. Le aziende altamente redditizie (redditività calcolata tramite il ROE<sup>12</sup>) sono disposte a divulgare più informazioni (Elshandidy et al., 2013).
- 3) Le aziende con buona **liquidità**, ossia quelle che riescono a pagare con meno difficoltà le obbligazioni a breve termine, sono più propense ad avere una maggior disclosure (Elshandidy et al., 2013). Ciò è dovuto al fatto che le imprese in difficoltà tendono a nascondere la loro situazione finanziaria poiché una maggior trasparenza porterebbe ad una maggior sfiducia da parte degli investitori, che tenderebbero ad alzare i tassi di interesse per far fronte, giustamente, ad un maggior rischio.
- 4) Elshandidy et al. (2013), dimostrarono che la **leva finanziaria** è positivamente correlata alla risk disclosure, calcolato come il rapporto tra i debiti totali e i mezzi propri (Equity), (D/E). Ciò può

---

<sup>12</sup> ROE= Return on equity

essere spiegato per il fatto che le imprese soggette ad un maggior indebitamento sono incentivate a fornire una disclosure più ampia e dettagliata per esporne agli stakeholder e investitori le adeguate motivazioni e rassicurare il mercato.

- 5) La **rischiosità dell'azienda** incide sulla propensione a comunicare i rischi incontrati. Le aziende più rischiose (rischio calcolato tramite il valore del beta<sup>13</sup>), sono più incentivate a divulgare le informazioni riguardo al rischio (Elshandidy et al., 2013).
- 6) Anche alcune variabili di governance aziendale sono correlate con la divulgazione del rischio e altri indicatori di mercato (Elshandidy e Neri, 2015). Queste variabili sono: **dimensione, indipendenza e qualità del consiglio di amministrazione e del comitato di audit.**
- 7) Il **settore** a cui appartiene l'azienda può influenzare la quantità e la qualità delle informazioni divulgate. Il profilo di rischio di un'impresa è condizionato dal contesto tecnologico e dalle limitazioni di mercato esercitate dal settore di operatività del contesto di riferimento. Inoltre, sono correlati anche ai fattori critici di successo e al modello di business del settore in cui si opera. (Beretta e Bozzolan, 2004). Le relazioni tra settore di operatività e disclosure possono essere spiegate dal fatto che alcuni settori, essendo più sensibili ai rischi di altri, fanno in modo che le autorità e gli enti pubblici esercitino una maggior pressione riguardo alla disclosure dei rischi sulle imprese che vi operano. Anche le barriere all'entrata e la competitività possono condizionare la quantità di informazioni fornite all'esterno. Inoltre, le imprese appartenenti allo stesso settore, devono fornire lo stesso livello di disclosure delle concorrenti, poiché una minor divulgazione di informazioni può essere interpretata come un segnale negativo delle performance aziendali. Rajab e Handley-Schachler (2009), nel loro studio, suddividono il campione di imprese analizzato in sette settori differenti. È stato rilevato che quelle che operano in settori dell'industria pesante sono più inclini a fornire informazioni rispetto alle altre. Ciò accade poiché in tale settore le normative sono più complesse, oppure, perché le imprese incrementano il livello di risk disclosure per evitare la mancata conformità agli standard stabiliti dalle concorrenti.

---

<sup>13</sup> Beta value= coefficiente che quantifica il rischio di una singola impresa rispetto al rischio medio del mercato

## 2.2.3 Vantaggi e ostacoli riguardanti l'adozione del bilancio integrato

La letteratura ha individuato anche altri aspetti che possono essere vantaggiosi per le imprese, oltre ad essere uno strumento utile per l'abbattimento di costi e massimizzazione dei profitti:

- Incoraggia l'organizzazione ad assumere il *pensiero integrato*, ossia la considerazione attiva dei rapporti tra le sue varie unità operative e funzionali e i capitali che l'organizzazione utilizza o influenza.
- Una più chiara articolazione delle strategie e dei modelli di business
- Viene redatto un unico documento semplice, chiaro e conciso.
- Crea valore per gli stakeholders attraverso l'identificazione e la misurazione dei fattori non finanziari
- Connette le performance non finanziarie più correlate al business.
- Vengono identificati meglio i rischi e le opportunità.
- Migliora i processi interni in modo da comprendere meglio il business e migliora il processo decisionale.”

(“Integrated Reporting”, Deloitte UK)

Alcune imprese però sono riluttanti nell'adozione del bilancio integrato, a causa di alcuni ostacoli. Steyn M. (2014), attraverso sondaggi ed interviste, ha rilevato che le principali sfide che un'impresa incontra riguardo alla sua implementazione sono:

- **Dichiarazioni previsionali:** L'approccio orientato al futuro richiesto dai vari framework di rendicontazione integrata sono stati percepiti come una sfida significativa per quanto riguarda la fornitura di contenuti adeguati, senza compromettere la riservatezza aziendale. È chiaro che l'equilibrio tra la trasparenza e la divulgazione delle informazioni previsionali e riservatezza aziendale, rimane un aspetto impegnativo della compilazione del bilancio integrato, principalmente per quanto riguarda la divulgazione degli obiettivi strategici, in quanto considerato un rischio per il vantaggio competitivo. L'<IR> framework, per adattarsi, ora include anche una disposizione che consente un grado di non-divulgazione degli obiettivi strategici più sensibili sulla base di un danno competitivo significativo.
- **Sistemi informativi a supporto dei principi di rendicontazione:** Sviluppare sistemi informativi adeguati per supportare il contenuto della rendicontazione, dovrebbe essere

considerato un'area di interesse principale per le aziende che vogliono redigere un bilancio integrato. Ciò richiederebbe un'adeguata allocazione di risorse per realizzare l'aggregazione di dati adeguatamente accurati e affidabili ai fini della rendicontazione esterna.

- **Linee guida limitate:** Le società intervistate hanno dichiarato che un ostacolo alla redazione del bilancio integrato sono la quantità di linee guida limitate. Tuttavia, bisogna tenere presente che le imprese intervistate adottavano il bilancio integrato quando il framework <IR> era uscito da poco. Considerando che il framework ha avuto un rapido sviluppo negli anni, si può considerare che questo ostacolo è meno significativo.
- **Rilevanza delle questioni:** Un altro problema affrontato dalle imprese riguarda il capire quali questioni siano più rilevanti e quali meno, in quanto queste linee guida sono ancora dotate di ampia discrezionalità.

In generale, è stato rilevato che nella maggior parte dei casi, i benefici derivanti dall'utilizzo del bilancio integrato, superano di gran lunga tutti gli svantaggi e i costi coinvolti alla sua redazione. Questi benefici però sono maggiormente presenti nelle imprese di grandi dimensioni, poiché hanno maggior capitale per poter intraprendere l'adozione del bilancio integrato, e perché si relazionano con un maggior numero di stakeholder e investitori, che vedono nell'integrated report uno strumento chiave per l'acquisizione delle informazioni necessarie. Marginalmente, le imprese più piccole, acquisiscono meno vantaggi dalla sua adozione. È stato però rilevato che le piccole e medie imprese hanno una rilevanza tutt'altro che trascurabile, in quanto offrono, all'interno dell'UE, un numero di posti di lavoro pari a circa il 75% dell'occupazione totale e producono un valore aggiunto pari a circa il 65%. Le varie normative e i framework di rendicontazione infatti si stanno evolvendo nel tempo per rendere l'adozione del bilancio integrato accessibile e sempre meno onerosa anche alle piccole e medie imprese.

#### **2.2.4. Qualità e quantità della risk disclosure nei bilanci integrati comparata a quelli convenzionali**

La maggior parte della letteratura relativa alla risk disclosure sui bilanci integrati suggerisce che le informazioni relative ai rischi e alle opportunità sono più elevate e più di qualità rispetto ai bilanci annuali convenzionali (es. Kılıç and Kuzey 2018; Pistoni et al. 2018; Sofan and Dumitru 2017; Świdorska and Raulinajtys-Grzybek 2017; Abeywardana 2016). Albetairi et al. (2018), invece,

stabiliscono che la qualità e la quantità di queste informazioni è relativamente bassa, in quanto le aziende sono caute nel divulgarle, per evitare che clienti ed investitori ritirino i loro investimenti in aziende ad alto rischio. Uno studio sulla disclosure di vari elementi del bilancio integrato in aziende industriali della Giordania (Al Amosh H., Mansor N., 2020) ha riscontrato che la disclosure è più elevata riguardo ai rischi e alle opportunità, rispetto ad altri elementi come le informazioni relative al business model, alla governance, alle performance e alla strategia. Ciò è dovuto principalmente dal fatto che queste informazioni sono le più richieste dagli stakeholder, perché possono aiutarli a ridurre le loro preoccupazioni e guidarli a comprendere meglio i rischi e le opportunità che deve affrontare la società.

È importante però capire anche come si differenzia la risk disclosure riportata sui bilanci convenzionali e quella riportata sui bilanci integrati.

Diversi studiosi hanno utilizzato la *“proprietary cost theory”* per concettualizzare le modalità di reporting riguardo ai costi e benefici della risk disclosure (Leopizzi R. et al., 2019; Abraham S., Shrivs P. J., 2014; Verrecchia R. E. , 1983; Healy P. M., Palepu K. G., 2001). Secondo questa teoria, il livello di informativa fornito da un'organizzazione dipende strettamente dalla probabilità di sostenere costi legati alla riduzione del vantaggio competitivo e dei flussi di cassa futuri (Abraham and Shrivs, 2014). In particolare, la divulgazione di informazioni commercialmente o politicamente sensibili come, ad esempio, cattive notizie riguardo alla gestione del rischio, può essere dannosa per le imprese perché può essere sfruttata dalla concorrenza a proprio vantaggio (Leopizzi R. et al., 2019, Healy P. M., Palepu K. G., 2001; Abraham S., Shrivs P. J., 2014). I manager devono, dunque, trovare il trade-off tra riservatezza e trasparenza in termini di divulgazione delle informazioni relative al rischio, cercando di ridurre al minimo i costi di proprietà, senza trascurare le esigenze informative degli investitori e degli altri stakeholder ai rischi organizzativi (Rajab B., Handley-Schachler M., 2009; Abraham S., Shrivs P. J., 2014; Leopizzi R. et al., 2019). Dal punto di vista del bilancio integrato, ciò implica che il livello di informativa fornito da un'organizzazione dovrebbe essere valutato bilanciando le pressioni esercitate da stakeholder e investitori per ottenere informazioni finanziarie e non finanziarie e i relativi costi (van Zijl et al., 2017).

Altri studi hanno analizzato la *“stakeholder theory”*, che serve per capire come le organizzazioni rispondono alle aspettative dei loro stakeholder per informazioni legate ai rischi e opportunità (Deegan, 2000). Secondo questa teoria, ogni organizzazione è inclusa in un ampio ecosistema in cui influenza ed è influenzata da altre entità o gruppi di stakeholder che esercitano pressioni sociali,

economiche e politiche, e hanno aspettative e punti di vista diversi (Deegan, 2000; García-Sánchez et al., 2013). Gli stakeholder sono considerati fornitori di risorse strategiche, che possono influenzare le performance di un'azienda. Da ciò, il successo e la sopravvivenza dell'organizzazione dipendono dalla sua capacità di gestire e bilanciare le relazioni con gli stakeholder, trasmettendo un livello soddisfacente di informazioni su questioni finanziarie e non finanziarie (Gray et al., 1995; García-Sánchez et al., 2013). In particolare, l'informativa non finanziaria, comprese le informazioni sui rischi e il loro impatto sulla sostenibilità finanziaria dell'organizzazione, è fondamentale per soddisfare le aspettative degli stakeholder (Saggar and Singh, 2017; Dumay and Hossain, 2019).

Per quanto riguarda il modo in cui i rischi vengono riportati, sono stati analizzati da vari studiosi, i bilanci annuali convenzionali di una moltitudine di imprese sparse in tutto il mondo. Solomon et al. (2000), evidenziano l'importanza della divulgazione di rischi specifici dell'impresa rispetto a quelli generici, poiché questi ultimi è più probabile che rimangano costanti nel tempo e sono quindi meno rilevanti per gli stakeholder, a differenza di quelli specifici. Lajili e Zeghal (2005), hanno analizzato i report annuali di alcune aziende quotate canadesi, trovando che la risk disclosure è incorporata sia nell'analisi gestionale e di discussione (MDA) che nelle note al bilancio, e che il rischio finanziario è quello divulgato più frequentemente. Molti autori hanno inoltre evidenziato che la maggior parte delle imprese divulgano principalmente analisi qualitative dei rischi, mentre le analisi quantitative hanno un impatto limitato. Linsley e Shrivies (2006), hanno rilevato che ciò accade principalmente perché le imprese sono riluttanti a quantificare i rischi che devono affrontare. Beretta e Bozzolan (2004), analizzando i bilanci di 85 aziende italiane quotate, hanno rilevato che queste imprese, oltre a prediligere analisi qualitative, sono più inclini a divulgare rischi passati rispetto a quelli futuri. Anche Rajab e Handley-Schlachler (2009), rilevarono, da un campione di 52 società inglesi, che la divulgazione del rischio è più qualitativa, relativa al passato, ma anche non sensibile al fattore temporale e riguarda principalmente il rischio operativo. Dumay e Hossain (2019), analizzando un campione di 100 imprese quotate australiane, rilevarono che la risk disclosure sostenibile sociale ed ambientale, prevale in aziende che hanno un impatto diretto con la società e con l'ambiente, mentre la risk disclosure sostenibile di tipo economico è più diffusa nelle imprese con minori impatti fisici. Leopizzi et al. (2019), esaminarono un campione di 202 aziende italiane quotate, obbligate a fornire informazioni di carattere non finanziario in base al d.lgs. 254/2016, e trovarono che i rischi divulgati sono principalmente di tipo ambientale, relativi alla salute e sicurezza dei lavoratori, orientati principalmente al passato e al presente, con informazioni prevalentemente neutrali e positive. In generale possiamo affermare, in base alla letteratura, che le informazioni relative al rischio divulgate

dai bilanci convenzionali sono principalmente di tipo qualitativo, retrospettive, e focalizzate sui rischi standard. Ciò suggerisce che il bilancio integrato ha il potenziale per rispondere all'esigenza di una divulgazione dei rischi più completa, come affermato anche in uno degli obiettivi dell'<IR> Framework, ovvero la divulgazione di "eventuali rischi reali (nel breve, medio o lungo periodo), che sono fondamentali per la capacità continuativa dell'organizzazione di creare valore e che potrebbero avere conseguenze gravi". (IIRC, 2013).

Uno studio di Guthrie J., Manes Rossi F., Levy Orelli R., Nicolò G. (2015) ha analizzato i tipi di rischio divulgati da alcune aziende italiane quotate, rilevati nei loro bilanci integrati, per capire come si differenzia la risk disclosure rispetto a quella rilevata nei bilanci convenzionali. I risultati rivelano che l'approccio multidimensionale dell'<IR> framework stimola le aziende a fornire una più ampia risk disclosure, creando un beneficio per gli stakeholder, superando le limitazioni dei bilanci annuali tradizionali. Tuttavia, la rappresentazione del rischio inclusa nei report integrati dei primi utilizzatori italiani, manca ancora nel presentare la piena conformità con le linee guida contenute nell'<IR> framework. In linea con Enslin et al. (2015), lo studio mostra che le aziende italiane tendono a distribuire le informazioni relative al rischio in tutto il loro report integrato, piuttosto che concentrarsi sul rischio in una particolare sezione. Mentre alcuni report hanno una sezione dedicata all'informativa sui rischi, la maggior parte cerca di enfatizzare la connettività delle informazioni, incorporando l'informativa sui rischi nelle sezioni dedicate ai capitali e alla sostenibilità aziendale. Questi risultati supportano la richiesta di un approccio più completo alla rendicontazione aziendale, progettato principalmente per offrire informazioni rilevanti agli stakeholder.

Uno studio di Carini C. e Chiaf E., (2015), focalizzato sull'analisi della relazione dei contenuti del bilancio annuale classico e quello di sostenibilità, ha rilevato che, in generale, andrebbe migliorata la completezza, le informazioni previsionali, gli indicatori di operatività e le categorie di innovazione tecnologica, nei bilanci annuali. Inoltre, le informazioni sociali, quelle relative al personale e alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro, sono divulgate pienamente, mentre quelle relative all'ambiente lo sono meno. Anche per effetto dell'evoluzione normativa e della nuova cultura di comunicazione, grande attenzione è riservata ai temi della sostenibilità anche nelle relazioni annuali. Ciò che emerge da un'analisi più approfondita riguarda la presentazione delle informazioni nei due tipi di report analizzati. In particolare, c'è stata una crescente comunicazione che vede le informazioni sociali, ambientali e del personale, menzionate anche nel report annuale convenzionale, facendo riferimento ai report di sostenibilità per ulteriori dettagli. In un sistema di

rendicontazione in cui ogni documento dovrebbe essere orientato a temi specifici, si ritiene opportuna una limitazione dei temi sociali e ambientali nel bilancio annuale. Un maggior coordinamento tra le funzioni delle società preposte alla redazione dei report, o l'introduzione di un nuovo manager con le necessarie competenze sia in materia finanziaria che di sostenibilità, dovrebbe favorire lo sviluppo di report più completi e coordinati. Inoltre, lo sviluppo di un bilancio integrato potrebbe essere un modo per aumentare il livello di informativa, ridurre l'asimmetria e migliorare l'integrazione dei report, in modo che ogni stakeholder possa trovare informazioni rilevanti in documenti dedicati.



# Capitolo 3: ANALISI DESCRITTIVA DEI DATI RACCOLTI NEI BILANCI INTEGRATI

## 3.1. Descrizione del campione

Con la presente tesi si è deciso di indagare su come viene effettuata l'analisi del rischio attraverso il bilancio integrato, studiando 21 bilanci integrati di un campione di 18 imprese. I suddetti bilanci sono stati presi dal sito <http://examples.integratedreporting.org>, che utilizzano l'<IR> framework dell'IIRC pubblicato nel 2013 come base di rendicontazione. Di questi, è stata analizzata la sezione relativa ai rischi e alle opportunità. Secondo l'<IR> framework, la sezione relativa ai rischi in un bilancio integrato deve rispondere alla domanda "Quali sono i rischi e le opportunità dell'impresa che incidono sull'abilità di un'impresa di generare valore nel breve, medio e lungo termine?" In sostanza, "un bilancio integrato deve identificare i rischi e le opportunità principali che sono specifiche all'organizzazione, compresi quelli relativi agli effetti dell'organizzazione e alla disponibilità, qualità e accessibilità dei capitali rilevanti a breve, medio e lungo termine". È stato considerato un arco temporale che va dal 2015 al 2019, concentrandosi solo sui bilanci integrati delle aziende che forniscono informazioni sui rischi e sulle opportunità. La metodologia utilizzata è quella della *content analysis*, analizzando la quantità di frasi dove viene citata la parola "risk", e per ciascuna di queste frasi, indicando a che tipo di rischio si riferisce. I dati raccolti sono poi stati inseriti e raggruppati in una tabella su excel. Le diverse categorie di rischio esaminate sono:

- **RISCHIO DI INTERESSE:** Rischio che si manifesta in variazioni del valore delle attività sensibili alle variazioni nei tassi di interesse.
- **RISCHIO DI CAMBIO:** Rischio legato ad una variazione del rapporto di cambio tra due valute, che incide sul valore di un bene espresso in una valuta estera.
- **RISCHIO LEGATO ALLE VARIAZIONI DI PREZZO DELLE MATERIE PRIME:** Rischio che incide sui valori di mercato e sulla dimensione dei redditi futuri.
- **RISCHIO DI LIQUIDITA':** Rischio che un titolo non possa essere venduto a un prezzo equo con bassi costi di transazione e in breve tempo.
- **RISCHIO DI CREDITO:** Rischio che un debitore non sia in grado di adempiere ai suoi obblighi di pagamento di interessi e rimborso del capitale.

- **RISCHIO LEGATO ALLA SODDISFAZIONE DEL CLIENTE**
- **RISCHIO LEGATO ALL'APPROVIGIONAMENTO**
- **RISCHIO LEGATO ALL'OBSOLESCENZA DI MAGAZZINO E FURTI:** ad esempio rischi legati a riduzioni di magazzino dovute a furto da parte dei dipendenti, taccheggio, errori amministrativi, frodi dei venditori, danni del trasporto, ecc...
- **RISCHIO LEGATO AL FALLIMENTO DEI PRODOTTI O SERVIZI**
- **RISCHIO LEGATO ALL'AMBIENTE NATURALE**
- **RISCHIO LEGATO ALLA SALUTE E SICUREZZA NEI LUOGHI DI LAVORO**
- **RISCHIO LEGATO ALL'EROSIONE DEL BRAND:** perdita di valore del marchio.
- **RISCHIO LEGATO AL COMANDO E GESTIONE**
- **RISCHIO LEGATO ALL'OUTSOURCING<sup>14</sup>:** ad esempio rischio di qualità della fornitura, protezione della proprietà intellettuale, ecc...
- **RISCHIO LEGATO AGLI INCENTIVI SULLE PERFORMANCE**
- **RISCHIO LEGATO AL CAMBIAMENTO AZIENDALE**
- **RISCHIO LEGATO ALLE COMUNICAZIONI**
- **RISCHI LEGATI AL SISTEMA INFORMATIVO:** integrità, accesso, disponibilità e infrastrutture del sistema informativo
- **RISCHIO LEGATO A FRODI DA PARTE DEGLI IMPIEGATI O DEGLI AMMINISTRATORI**
- **RISCHIO LEGATO AD ATTI ILLEGALI**
- **RISCHIO REPUTAZIONALE**
- **RISCHIO LEGATO ALLA CAPACITA' DI MONITORARE L'AMBIENTE ORGANIZZATIVO:** rischio di non riuscire a cogliere opportunità e minacce che potrebbero minare i programmi presenti e futuri dell'impresa.
- **RISCHIO LEGATO AL SETTORE DI OPERATIVITA'**
- **RISCHIO LEGATO AL PORTAFOGLIO AZIENDALE**
- **RISCHIO DI CONCORRENZA**
- **RISCHIO DI PREZZO**
- **RISCHIO LEGATO ALLE VALUTAZIONI E STIME ESEGUITE DALL'AZIENDA**
- **RISCHIO LEGATO ALLE PIANIFICAZIONI FUTURE**
- **RISCHIO LEGATO AL CICLO DI VITA DEL PRODOTTO**

---

<sup>14</sup> Tutti quei processi che vengono affidati a terzi

- **RISCHIO LEGATO ALLA MISURAZIONE DELLE PRESTAZIONI DEI PRODOTTI O SERVIZI DELLA SOCIETA'**
- **RISCHIO LEGATO ALLE NORME**
- **RISCHIO INERENTE ALL'AMBIENTE POLITICO**

Queste categorie di rischio sono state rilevate da quelle fornite dal Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) ed ampliate per garantire un'analisi più approfondita. Ogni frase è interpretata per capire se gli effetti conseguenti al controllo del rischio siano:

- Favorevoli, sfavorevoli o neutri per l'azienda.
- Inerenti al Passato, presente o futuro per la società.
- Una citazione, una descrizione oppure una valutazione.

### **3.1.1. Il campione di analisi**

Le 18 imprese oggetto di analisi sono:

- **Argüden Governance Academy (2 bilanci)**
- **Aveng**
- **CPA Australia**
- **JSW Steel**
- **Kumba Iron Ore**
- **Tata Steel (2 bilanci)**
- **York Timbers Pty Ltd**
- **Truworths**
- **Duchy of Cornwall**
- **Go Ahead**
- **Gold Fields**
- **Royal Bakofeng**
- **Implats**
- **Coca Cola Hellenic Bottling Company**

- **Fresnillo**
- **Hulamin**
- **Novo Nordisk**
- **Redefine Properties**

Le società analizzate sono poi suddivise territorialmente, in base alla sede legale nei vari continenti, rilevando che fanno parte di 7 paesi sparsi in tutti e 5 i continenti:

**Tabella n. 1: Numero di bilanci studiati per ogni paese**

<b>Paese</b>	<b>Numero di bilanci rilevati</b>
Australia	1
Danimarca	1
India	3
Messico	1
Regno Unito	2
Sudafrica	10
Svizzera	1
Turchia	2
<b>Totale</b>	<b>21</b>

Come si evince dalla tabella n. 1, la maggior parte dei documenti analizzati fanno parte di imprese sudafricane.

**Tabella n. 2: Numero di bilanci analizzati per ogni settore**

<b>Settore</b>	<b>Numero di bilanci rilevati</b>
Consulenza	3
Manifatturiero	5
Minerario	5
Selvicoltura	2
Abbigliamento	1
Immobiliare	2
Trasporti	1
Alimentare	1
Farmaceutico	1
<b>Totale</b>	<b>21</b>

I diversi settori economici sono stati rilevati secondo la categorizzazione dell'International Standard Industrial Classification of All Economic Activities.

**Tabella n. 3: Numero di bilanci analizzati per anno**

<b>Anno</b>	<b>Numero di bilanci rilevati</b>
2019	7
2018	0
2017	6
2016	7
2015	1
<b>Totale</b>	<b>21</b>

Le società presentano anche una differenziazione in base all'utile e al fatturato conseguito nell'anno di riferimento. I risultati economici sono stati rilevati in moneta locale e successivamente è stato trovato il controvalore in euro sulla base dei cambi forniti dal portale dei tassi di cambio storici presenti nel sito della Banca d'Italia.

### **3.2. Processo di ricerca**

Le ultime fasi di un procedimento di analisi consistono nell'elaborazione ed analisi dei dati. Per "elaborazione" si fa riferimento ad ogni processo di trattamento dei dati rilevati; con il termine "analisi dei dati" alle riflessioni che vengono applicate ai (o che vengono suggerite dai) risultati dell'elaborazione dei dati. In effetti, separare l'analisi dei dati dalla loro rilevazione riproduce il solito paradigma positivisticco, secondo il quale i dati preesistono all'osservatore neutrale, quindi vengono prima rilevati, poi sottoposti ad elaborazione e analizzati. In realtà, anche nella ricerca standard i 'dati' sono il frutto di un processo di costruzione che chiama in causa, con gradi diversi di autonomia, sia l'osservatore che il soggetto osservato e derivano comunque, anche nelle scienze della natura, dall'interazione fra gli schemi mentali dell'osservatore e le percezioni sensoriali che gli derivano dal mondo della natura. Il quadro teorico di riferimento permette di definire, in primo luogo, i criteri di rilevanza assunti all'inizio di un percorso di ricerca: in una prospettiva descrittiva, ad esempio, si ipotizza inizialmente che esista un certo numero di aspetti, successivamente operativizzati in variabili, meritevoli di essere rilevati. In questo caso, nello stadio dell'elaborazione ed analisi dei dati, ci si preoccuperà principalmente di fornire una descrizione di tali aspetti, con l'ausilio della statistica e la produzione di tabelle e grafici anche elementari. Molto più spesso le ipotesi iniziali

non riguardano solo la rilevanza di alcune variabili rispetto al tema oggetto d'indagine, ma concernono anche l'esistenza di relazioni tra variabili; in questo caso, attraverso l'elaborazione dei dati ci si prefiggerà di accertare tali relazioni e, ove possibile, di misurarne l'intensità, mentre in fase di analisi verrà valutata la rilevanza di tali relazioni rispetto sia a ricerche analoghe, sia alle teorie sociologiche di riferimento. In tutti i casi, l'elaborazione e l'analisi dei dati, servono a descrivere i fenomeni rilevati e a cercare relazioni tra le variabili costruite per rilevarli. Il processo di ricerca passa dunque attraverso le seguenti fasi:

- Definizione dei **criteri di rilevanza**, ossia di alcuni elementi rilevanti per l'oggetto della ricerca, qui quali viene condotta un'indagine empirica (ai fini descrittivi o interpretativi/valutativi). (Agnoli, 1994).
- Determinazione dei concetti importanti riguardo all'analisi e la loro trasformazione in **variabili**.
- **Misurazione delle variabili**. È la fase dell'applicazione degli strumenti di rilevazione precedentemente costruiti.
- **Elaborazione dei dati**, ossia forme di elaborazione che sottolineano alcune relazioni a svantaggio di altre.

### 3.2.1 Criteri di rilevanza

Nella presente tesi i criteri di rilevanza adottati per procedere con l'analisi sono stati individuati partendo dallo studio della letteratura. È stato rilevato che la risk disclosure viene influenzata in base a determinati fattori; verranno quindi suddivise le imprese in vari gruppi e poi confrontati al fine di verificare se le ipotesi di partenza sono corrette. I gruppi presi in considerazione sono:

- Imprese che operano in paesi dove la redazione del bilancio integrato è **obbligatoria** e paesi dove la redazione è **volontaria**. Diversi studi sono concordi nell'affermare che l'obbligatorietà di redazione del bilancio integrato da parte delle normative di un determinato paese, può comportare una minor quantità e qualità della risk disclosure, in quanto le imprese tenderanno principalmente a soddisfare le normative in modo superfluo. Bisogna considerare che l'unico paese dove il bilancio integrato è di tipo obbligatorio è il Sudafrica, e la normativa è molto flessibile e discrezionale. Nei paesi dove invece la redazione è di tipo volontaria, le imprese sono più spinte dalla pressione dei

bisogni informativi degli stakeholder ed investitori, quindi tenderanno ad implementare una risk disclosure più dettagliata e ampia, anche per favorire la loro reputazione. Ci si aspetta dunque in questo caso che la risk disclosure sia maggiore e migliore nel contesto di tipo volontario.

- Imprese con un fatturato **superiore ad 1.000.000.000 €** e imprese con un fatturato **minore ad 1.000.000.000 €**. Il calcolo del fatturato è stato rilevato in valuta locale ed espresso in euro sulla base dei tassi di cambio della Banca d'Italia alla chiusura del periodo d'esercizio considerato. Considerando che tutte le imprese analizzate sono gruppi di enormi dimensioni, questa distinzione è stata effettuata per ottenere due gruppi di numero simile rendendo il campione più omogeneo. Secondo l'analisi della letteratura, la dimensione dell'impresa incide sulla quantità e qualità di risk disclosure. Gli studi rilevano la dimensione dell'impresa in base a vari fattori (valore di mercato, fatturato, vendite totali, asset totali, numero di dipendenti, ecc...); in questo determinato studio il fatturato è stato scelto rilevante come elemento da prendere in considerazione. È stato rilevato che le imprese di grosse dimensioni sono più inclini a fornire informazioni perché più esposte a pressioni da parte di stakeholder ed investitori, in quanto necessitano di più fonti di finanziamento. Inoltre, questi tipi di imprese hanno anche più capitale per poter soddisfare una miglior disclosure. Ci si aspetta dunque che le imprese di maggiori dimensioni abbiano una maggiore e migliore informativa riguardante il rischio.
- Imprese che operano in settori dell'**industria pesante** e imprese che operano in settori dell'**industria leggera**. La letteratura suggerisce che le aziende che fanno parte dell'industria pesante sono più inclini a fornire informazioni riguardanti i rischi perché operano in settori molto sensibili (aumentano i rischi riguardanti la salute e sicurezza per i lavoratori, vengono rilasciati prodotti e gas che inquinano sia l'aria che l'acqua e sono più soggette a questioni di giustizia ambientale), quindi gli stakeholder ed investitori hanno bisogno di maggiori rassicurazioni. Inoltre possono essere soggette a normative e regolamenti più complessi. Ci si aspetta dunque che la risk disclosure sia maggiore nelle imprese che operano nell'industria pesante.

### 3.2.2. Definizione delle variabili

Per ciascun bilancio integrato individuato inizialmente è stata eseguita una content analysis manuale, al fine di capire in che modo le informazioni riguardanti il rischio vengano pubblicate nei bilanci integrati e rese disponibili all'esterno. Per ottenere ciò, si sono ricercate all'interno tutte le frasi contenenti la parola "risk". Una volta identificate nei bilanci tutte queste frasi, sono state analizzate testando molteplici variabili, mostrate qui di seguito:

**Tabella n.4: Variabili analizzate**

<b>Variabili</b>	<b>Descrizione</b>
SOCIETA'	Nome della società analizzata
ANNO	Anno a cui si riferisce il bilancio integrato analizzato
Rischi individuati	Numero di frasi in cui è presente la parola "risk".
Rischio generale	Numero di frasi in cui la parola "risk" è riferita ad un contesto generale, senza specificare alcun tipo di categoria.
Categoria di rischio	Numero di frasi in cui la parola "risk" è riferita ad un tipo di rischio specifico, individuato in una delle categorie indicate ad inizio capitolo.
<b>Effetti dei rischi</b>	
Favorevole	Numero di frasi in cui la parola "risk" è riferita in termini favorevoli.
Sfavorevole	Numero di frasi in cui la parola "risk" è riferita in termini sfavorevoli.
Neutro	Numero di frasi in cui la parola "risk" è riferita in termini neutri.
<b>Prospettiva dei rischi</b>	
Passato	Numero di frasi in cui la parola "risk" si riferisce al passato.
Presente	Numero di frasi in cui la parola "risk" si riferisce al presente.
Futuro	Numero di frasi in cui la parola "risk" si riferisce al futuro.

---

<b>Modalità di descrizione</b>	
Citazione	Numero di frasi in cui il rischio viene solamente menzionato.
Descrizione	Numero di frasi in cui il rischio viene descritto qualitativamente.
Valutazione	Numero di frasi in cui il rischio viene valutato sia qualitativamente che quantitativamente.
PAGINE TOTALI	Numero di pagine dell'intero bilancio integrato.
PAGINE SEZIONE RISK AND OPPORTUNITIES	Numero di pagine relative alla sezione risk and opportunities del bilancio integrato analizzato.

---

### **3.2.3. Misurazione delle variabili**

Il metodo impiegato per la fase iniziale della raccolta dei dati è quello della content analysis, ossia una determinata metodologia di analisi testo. La content analysis è uno strumento di ricerca utilizzato per determinare la presenza di parole, temi o concetti all'interno di determinati dati qualitativi (ad esempio il testo). Utilizzando questa tipologia di analisi, i ricercatori possono quantificare ed analizzare la presenza, i significati e le relazioni di tali determinate parole, temi o concetti. Questa analisi risulta piuttosto adeguata a realizzare ricerche di tipo qualitativo e raffigura un'importante passo avanti per lo studio della contabilità e dell'economia (Loughran e Mcdonald, 2016). In questo settore è molto affermata l'analisi quantitativa, che ha la notevole qualità di essere sempre molto oggettiva, ma non è adatta a rilevare tutti gli aspetti importanti dell'operatività aziendale, come appunto le informazioni di carattere non finanziario. L'obiettivo della content analysis è quello di riuscire ad estrapolare dei dati qualitativi che possono poi essere trasformati in dati quantitativi, tramite, per esempio, la statistica descrittiva. La grande importanza di questa analisi è stata affermata da un gruppo di studiosi, che hanno rilevato come le parole utilizzate dai manager, per fornire informazioni all'esterno, sono strettamente correlate alle performance (Loughran e Mcdonald, 2016). Secondo la definizione più attuale, possiamo affermare che la content analysis è "una tecnica di ricerca per fare inferenza replicabili e valide dai testi (o altra materia significativa) ai contesti del loro uso" (Krippendorff, 2004).

### **3.2.4. Elaborazione dei dati**

Per quanto riguarda l'analisi quantitativa, sono stati adoperati dei mezzi della statistica descrittiva, ossia tutti i dati e le informazioni raccolte sono stati inseriti e raggruppati in grafici e tabelle, in modo da specificare le caratteristiche e la suddivisione del campione oggetto di analisi. Più specificatamente, i dati sono stati raggruppati in:

- Numero di frasi in cui era presente la parola "risk" all'interno della sezione "risk and opportunities" del bilancio integrato.
- I valori minimi.
- I valori massimi.
- La media del numero delle frasi in cui era presente la parola "risk" nel campione analizzato.
- La percentuale del numero di frasi contenente la parola "risk" per ogni variabile in relazione al numero complessivo delle frasi del campione analizzato.

Per ogni variabile considerata, dunque, sono state elaborate queste informazioni, in modo da poterle confrontare in base ai criteri di rilevanza individuati.

### **3.2.5. L'analisi dei dati**

Per elaborare l'analisi dei dati è stato applicato il metodo standard, creando una matrice dei dati sulle quali poi vengono applicati strumenti di elaborazione dei dati. In particolare, possiamo dire che l'elaborazione risulta in una ricostruzione dei dati in tabella o in grafici, in modo da mostrare la suddivisione delle caratteristiche del campione sulla base dei criteri ritenuti rilevanti. Per ogni tabella o grafico individuato, sono state formulate delle ipotesi che servono ad identificare se l'analisi è rilevante allo scopo della discussione. Dopodiché, i risultati ottenuti sono stati opportunamente commentati e giustificati. Si può affermare che l'analisi dei dati è necessaria per rappresentare i dati ottenuti in modo più semplice e compatto, anche a scopo di comparazione, e per rilevare eventuali relazioni tra le variabili.

### **Analisi nel contesto obbligatorio e volontario**

La prima tipologia di analisi considerata rilevante per la ricerca, mette in confronto la risk disclosure nei bilanci integrati delle imprese che operano in paesi dove la redazione del bilancio integrato è di

tipo obbligatorio, ossia solamente il Sudafrica, e quelli delle aziende che operano in tutti gli altri paesi, dove la redazione del bilancio integrato è di tipo volontario. In Sudafrica, il Code of Governance Principles for South Africa 2009 (King III), entrato in vigore il 1° marzo 2010, stabilisce che tutte le aziende quotate al JSE<sup>15</sup> hanno l'obbligo di predisporre un report integrato che fornisca una panoramica affidabile, completa ed olistica dell'azienda, in una prospettiva finanziaria e non finanziaria. Il King III è stato redatto con un approccio "apply or explain", che richiede alle imprese di spiegare come sono applicati i principi del codice o, se non applicati, la ragione di tale decisione. In sostanza, se un'entità sceglie di non redigere il bilancio integrato, le ragioni di tale decisione devono essere spiegate e giustificate. Bisogna però considerare anche che, nonostante la disclosure del bilancio integrato sia obbligatoria, alle aziende è data molta flessibilità e discrezionalità riguardo al formato che utilizzano per fornire informazioni all'esterno (Zhou et al., 2017). Come già descritto nella precedente letteratura, l'obbligatorietà di redazione del bilancio integrato, non sempre comporta un miglioramento nella qualità e nella quantità della disclosure. Infatti, nonostante ci si aspetta che la sua adozione dovrebbe comportare numerosi benefici per l'azienda, la letteratura ha notato che, stabilirne l'obbligatorietà con dei requisiti troppo flessibili e discrezionali, può portare i manager ad essere più motivati dall'aspetto legittimante del miglioramento della reputazione aziendale e dalla soddisfazione delle esigenze degli stakeholder in maniera piuttosto ampia, rispetto alla soddisfazione delle esigenze dettagliate degli investitori (Steyn M., 2014). In un contesto volontario, possiamo affermare che le imprese sono più spinte a redigere un bilancio integrato solo sulla base alle pressioni date dagli investitori e dagli stakeholder, e quindi ci si aspetta una miglior risk disclosure. Per quanto riguarda il contesto obbligatorio, sono stati analizzati i 10 bilanci delle imprese operanti in Sudafrica. Le imprese operano in diversi settori: minerario, manifatturiero, selvicoltura e abbigliamento.

**Tabella n.4: Analisi nel contesto obbligatorio (Sudafrica)**

Variabili	Numero di frasi	Media	Min	Max	%
Rischi individuati	347	34,7	7	91	100%
Rischio generale	287	28,7	7	81	82,7%
Rischio di cambio	4	0,4	0	2	1,1%
Rischio legato al Prezzo delle materie prime	3	0,3	0	1	0,8%

<sup>15</sup> JSE = Johannesburg Stock Exchange

<b>Variabili</b>	<b>Numero di frasi</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Rischio legato allo sviluppo Dei prodotti	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio legato all'efficienza E prestazioni	3	0,3	0	2	0,8%
Rischio legato all'Ambiente naturale	12	1	0	4	3,5%
Rischio legato alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro	7	0,7	0	4	2%
Rischio legato all'integrità Del sistema informativo	4	0,4	0	3	1,1%
Rischio reputazionale	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio legato al settore di operatività	12	1	0	11	3,5%
Rischio legato al portafoglio aziendale	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio di concorrenza	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio legato alle Pianificazioni future	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio legato alle norme	5	0,5	0	2	1,4%
Rischio legato all'ambiente Politico	5	0,5	0	2	1,4%
<b>Effetti dei rischi</b>					
Favorevole	3	0,3	0	2	0,8%
Sfavorevole	46	4,6	0	13	13,2%
Neutro	298	29,8	5	83	86,0%
<b>Prospettiva dei rischi</b>					
Passato	3	0,3	0	3	0,8%
Presente	311	31,1	5	89	89,6%
Futuro	33	3,3	0	8	9,6%
<b>Modalità di descrizione</b>					
Citazione	312	31,2	6	86	89,9%
Descrizione	35	3,5	0	7	10,1%
Valutazione	-	-	-	-	-

	<b>Numero di pagine</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Pagine Totali Report	1492	149,2	70	186	100%
Pagine sezione "risk And opportunities"	55	5,5	2	10	3,6%
Tabelle	83	8	2	23	-

Per quanto riguarda il contesto obbligatorio, la media delle frasi in cui compare la parola “risk” è di 35, con un totale di 347 frasi individuate nei 10 bilanci. Le variabili effetti dei rischi, prospettiva dei rischi e modalità di descrizione, presentano il seguente andamento:

- Effetti: Favorevole (0,8%); Neutro (13,2%); Sfavorevole (86%).
- Prospettiva: Passato (0,8%); Presente (89,6%); Futuro (9,6%).
- Modalità di descrizione: Citazione (89,9%); Descrizione (10,1%); Valutazione (0%).

Il rischio maggiormente individuato è indicato in linea generale (68,9%), seguito da quello legato al settore di operatività (3,5%) e da quello legato all’ambiente naturale (3,5%).

La media delle pagine totali dei report è di 149, mentre quella delle pagine dedicate alla sezione risk and opportunities è di 6 (3,6% del totale). Per quanto riguarda l’analisi dei bilanci integrati nel contesto volontario, sono stati analizzati gli altri 11 bilanci, provenienti da altri paesi sparsi in tutti i continenti eccetto l’Africa.

**Tabella n.5: Analisi nel contesto volontario (Resto del mondo)**

Variabili	Numero di frasi	Media	Min	Max	%
Rischi individuati	472	42,9	13	126	100%
Rischio generale	354	32,2	6	87	75%
Rischio di interesse	2	0,2	0	1	0,4%
Rischio di cambio	6	0,5	0	3	1,2%
Rischio legato al Prezzo delle materie prime	3	0,3	0	2	0,6%
Rischio di liquidità	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio di credito	3	0,3	0	3	0,6%
Rischio legato alla soddisfazione del cliente	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio legato allo sviluppo dei prodotti	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio legato all’efficienza E prestazioni	17	1,5	0	8	3,6%
Rischio legato all’approvvigionamento	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio legato all’Ambiente naturale	7	0,6	0	2	1,4%
Rischio legato alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro	10	0,9	0	4	2,1%
Rischio di erosione del nome del brand	1	0,1	0	1	0,2%

<b>Variabili</b>	<b>Numero di frasi</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Rischio di comando e gestione	2	0,2	0	2	0,4%
Rischio legato all'integrità Del sistema informativo	7	0,6	0	4	1,4%
Rischio legato ad atti illegali	6	0,5	0	6	1,2%
Rischio reputazionale	5	0,5	0	3	1%
Rischio legato al settore di operatività	15	1,4	0	4	3,2%
Rischio legato al portafoglio aziendale	13	1,2	0	4	2,8%
Rischio di concorrenza	2	0,2	0	2	0,4%
Rischio legato alle Pianificazioni future	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio legato alle norme	8	0,7	0	2	1,7%
Rischio legato all'ambiente Politico	6	0,5	0	4	1,2%
<b>Effetti dei rischi</b>					
Favorevole	1	0,1	0	1	0,2%
Sfavorevole	103	9,4	0	39	21,8%
Neutro	368	33,5	6	87	78,0%
<b>Prospettiva dei rischi</b>					
Passato	3	0,3	0	2	0,6%
Presente	411	37,4	6	104	87,0%
Futuro	58	5,3	0	20	12,4%
<b>Modalità di descrizione</b>					
Citazione	393	35,7	5	97	83,2%
Descrizione	77	7	0	27	16,3%
Valutazione	2	0,2	0	2	0,4%

	<b>Numero di pagine</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Pagine Totali Report	2383	216	88	444	100%
Pagine sezione "risk And opportunities"	52	4,7	2	12	2,1%
Tabelle	43	3,9	0	13	-

Per quanto riguarda il contesto volontario, la media delle frasi in cui compare la parola "risk" è di 42,9, con un totale di 472 frasi individuate negli 11 bilanci. Le variabili effetti dei rischi, prospettiva dei rischi e modalità di descrizione, presentano il seguente andamento:

- Effetti: Favorevole (0,2%); Neutro (78%); Sfavorevole (21,8%).

- Prospettiva: Passato (0,6%); Presente (87%); Futuro (12,4%).
- Modalità di descrizione: Citazione (83,2%); Descrizione (16,3%); Valutazione (0,4%).

Il rischio maggiormente individuato è indicato in linea generale (75%), seguito da quello legato all'efficienza e prestazioni (3,6%) e da quello legato al settore di operatività (3,2%). La media delle pagine totali dei report è di 216, mentre quella delle pagine dedicate alla sezione risk and opportunities è di 4,7 (2,1% del totale). Da come si può notare nelle tabelle, nel contesto volontario la media del numero di rischi individuati è maggiore. Inoltre, sempre nel contesto volontario, la quantità di rischi individuati solamente in termini generali è minore (75% contro l'82,7% del contesto obbligatorio), e c'è una maggior propensione alla loro descrizione, rispetto alla semplice citazione (16,3% di rischi descritti contro il 10,1% nel contesto obbligatorio). In generale, possiamo quindi affermare che la risk disclosure quantitativa e qualitativa nel contesto volontario è maggiore. Ciò può essere spiegato dal fatto che le aziende sudafricane adottino il bilancio integrato soddisfacendo solamente i requisiti minimi imposti per legge, senza considerare le pressioni degli stakeholder e degli investitori. Ciò è in accordo con gli studi di Molo T., Iredele O. (2020), che rilevarono che i bilanci integrati rilasciati dalla maggior parte di aziende quotate alla JSE non siano di un elevato standard di qualità come quelli rilasciati da altre aziende che lo redigono in maniera volontaria. È necessario dunque un approccio normativo attraverso l'applicazione di strumenti adeguati a motivare ed imporre il rispetto di un livello superiore di accettabilità sulla qualità e quantità della disclosure, almeno per quanto riguarda i rischi. Migliorare la qualità delle informazioni divulgate attraverso il bilancio integrato, e soprattutto quelle relative ai rischi, diventa importante perché l'affidabilità dell'azienda da parte degli investitori e degli stakeholder dipende particolarmente da questo, poiché hanno bisogno di una comunicazione adeguata a poter prendere le decisioni adeguate senza impattare sui costi di agenzia e di asimmetria informativa. Una maggiore e migliore trasparenza informativa potrebbe comportare, alla luce della letteratura individuata nel capitolo 2, un maggior valore di mercato per l'azienda.

Un'altra caratteristica individuata da questa analisi è che la maggior parte dei rischi, in entrambi i casi, è più orientata al presente rispetto che al futuro. Ciò è in linea con lo studio di Steyn M. (2014), analizzato nel capitolo precedente, che ha rilevato, attraverso interviste e sondaggi, che le imprese che adottano il bilancio integrato, percepiscono le dichiarazioni previsionali come un ostacolo, in quanto la divulgazione di alcuni tipi di informazioni previsionali può comportare un rischio per il vantaggio competitivo, compromettendo la riservatezza aziendale.

L'obbligatorietà del bilancio integrato in Sudafrica comporta comunque dei benefici per le aziende, in quanto alcune imprese probabilmente non provvederebbero neanche a fornire le informazioni minime se non richieste per legge. La scelta di non redazione del bilancio integrato può avvenire per una scelta specifica dell'impresa, principalmente perché i costi coinvolti alla sua redazione potrebbero essere superiori ai ricavi marginali ottenuti. La letteratura comunque supporta l'esito positivo atteso dal bilancio integrato riguardo ad un serie di vantaggi organizzativi e, nella maggior parte dei casi, si ritiene che tali benefici superino il costo coinvolto nell'implementazione del bilancio integrato.

I dati raccolti comunque non mostrano una differenza troppo significativa tra i due contesti. Alla luce di ciò, è da considerare che alcune imprese sudafricane redigono comunque il bilancio integrato non solamente per soddisfare i criteri imposti per legge, ma, operando in settori sensibili o avendo dimensioni ragguardevoli, sono comunque sottoposte a significative pressioni da parte di investitori e stakeholder che impongono all'impresa di divulgare maggiori informazioni. In questo modo, alcuni bilanci di imprese sudafricane sono simili e comparabili per qualità e quantità di risk disclosure a quelli degli altri paesi.

I risultati, tuttavia, sono abbastanza limitati, perché si basano su un singolo paese, poiché la giurisdizione riguardante l'obbligatorietà del bilancio integrato si applica solo in Sudafrica e potrebbe non essere generalizzabile ad altre giurisdizioni. Questo paese però ha una tradizione di common law, forti diritti degli investitori e un'elevata qualità contabile (Barth E., Cahan S., Chen L., Venter E., 2016). Leuz, Nanda e Wysocki (2003), su uno studio su 31 paesi, rilevarono che il Sudafrica è il quinto paese più trasparente riguardo alla gestione degli utili nelle aziende. Inoltre, il Sudafrica si è classificato al primo posto in termini di solidità degli standard di revisione e rendicontazione, secondo in termini di tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e terzo in termini di efficacia dei consigli di amministrazione su 144 paesi nel World Economic Forum Global Competitiveness Report 2014-2015 (WEF). Possiamo dunque stabilire che pur essendo un singolo paese, abbia molta rilevanza in questo ambito.

### **Analisi dei dati considerando la dimensione dell'impresa**

Numerosi studi in letteratura hanno analizzato il rapporto esistente tra la risk disclosure e la dimensione aziendale. Nonostante non tutti gli studi siano concordi, nella maggior parte dei casi

questa correlazione esiste. Ad esempio, uno studio di El Shandidy M., Elmassri M. e Elsayed M., (2021), già analizzato nel capitolo 2, rileva che la comunicazione riguardante i rischi è influenzata da vari fattori, tra cui anche la dimensione dell'impresa. Le grandi imprese subiscono molta pressione a causa dell'esistenza di costi di agenzia e costi politici, e possono ridurli divulgando più informazioni volontarie. Anche Linsley e Shrivies (2006), rilevarono che la dimensione dell'impresa ha un impatto positivo nella risk disclosure, calcolando la dimensione dell'impresa utilizzando il valore di mercato e il fatturato. Anche Abraham e Cox (2005), pur non indagando propriamente sulla relazione tra comunicazione del rischio e dimensione, ma analizzando altri fattori, rilevarono indirettamente che esiste una relazione tra queste due variabili. Miihkinen (2012) studiando un campione di aziende finlandesi, rileva dei risultati concordanti con la letteratura precedente, rilevando che oltre ad esistere la relazione tra comunicazione del rischio e dimensione, le imprese più grandi forniscono una disclosure migliore sia dal punto di vista quantitativo che qualitativo, rispetto alle imprese più piccole. Ciò che ci aspettiamo da questa analisi, quindi, è che più sono grandi le aziende, maggiore è la risk disclosure.

Per determinare quali sono le aziende più grandi, sono state suddivise le imprese in base al loro fatturato, considerando due gruppi: uno con le imprese con un fatturato maggiore di 1.000.000.000 €, e uno con le imprese con un fatturato minore di 1.000.000.000 €. Secondo la definizione ufficiale di "grandi imprese", dovrebbero essere considerate quelle con un fatturato superiore a 50.000.000 €, e un numero di dipendenti nel periodo considerato maggiore a 250, ma considerando che quasi tutte le imprese studiate sono gruppi di enormi dimensioni, che operano in più paesi, e superano abbondantemente la soglia richiesta, utilizzare la definizione ufficiale non avrebbe permesso di distinguere due gruppi uniformi. Lo studio analizzato stabilisce semplicemente che più grande è un'azienda, e più dettagliate sono le informazioni relative al rischio divulgate nel bilancio integrato, indipendentemente dall'utilizzo o meno della definizione ufficiale. La separazione in gruppi con un fatturato maggiore o minore di 1.000.000.000 €, ci ha permesso di distinguere le imprese in due gruppi composti da 10 e 11 imprese, affinché l'analisi potesse essere più omogenea.

Per valutare il fatturato conseguito dalle imprese nel periodo esaminato, è stato rilevato il fatturato espresso in valuta locale presente nel bilancio integrato, dopodiché il controvalore è stato espresso in euro sulla base dei cambi forniti dal sito della Banca d'Italia alla data dell'ultimo giorno di chiusura del bilancio.

**Tabella n. 6: Analisi delle imprese con fatturato < 1.000.000.000€**

<b>Variabili</b>	<b>Numero di frasi</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Rischi individuati	303	30,3	10	89	100%
Rischio generale	239	23,9	6	81	78,9%
Rischio di interesse	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio di cambio	4	0,4	0	3	1,3%
Rischio legato al Prezzo delle materie prime	2	0,2	0	1	0,7%
Rischio di liquidità	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio di credito	3	0,3	0	3	1%
Rischio legato allo sviluppo dei prodotti	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio legato all'efficienza E prestazioni	2	0,2	0	1	0,7%
Rischio legato all'Ambiente naturale	9	0,9	0	4	3%
Rischio legato alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro	4	0,4	0	2	1,3%
Rischio reputazionale	3	0,3	0	1	1%
Rischio legato al settore di operatività	15	1,5	0	11	5%
Rischio legato al portafoglio aziendale	9	0,9	0	4	3%
Rischio di concorrenza	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio legato alle norme	4	0,4	0	1	1,3%
Rischio legato all'ambiente Politico	5	0,5	0	2	1,7%
<b>Effetti dei rischi</b>					
Favorevole	1	0,1	0	1	0,3%
Sfavorevole	54	5,4	0	16	17,8%
Neutro	248	24,8	6	83	81,9%
<b>Prospettiva dei rischi</b>					
Passato	3	0,3	0	3	1%
Presente	267	26,7	6	89	88,1%
Futuro	33	3,3	0	7	10,9%
<b>Modalità di descrizione</b>					
Citazione	272	27,2	9	84	89,7%
Descrizione	31	3,1	0	10	10,3%
Valutazione	-	-	-	-	-

<b>Numero di pagine</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
-------------------------	--------------	------------	------------	----------

Pagine Totali Report	1344	134,4	70	186	100%
Pagine sezione "risk And opportunities"	45	4,5	2	9	3,3%
Tabelle	58	5,8	1	23	-

Per quanto riguarda le imprese con un fatturato minore a 1.000.000.000 €, la media delle frasi in cui compare la parola "risk" è di 30,3, con un totale di 303 frasi individuate nei 10 bilanci. Le variabili effetti dei rischi, prospettiva dei rischi e modalità di descrizione, presentano il seguente andamento:

- Effetti: Favorevole (0,3%); Neutro (81,9%); Sfavorevole (17,8%).
- Prospettiva: Passato (1%); Presente (88,1%); Futuro (10,9%).
- Modalità di descrizione: Citazione (89,7%); Descrizione (10,3%); Valutazione (0%).

Il rischio maggiormente individuato è indicato in linea generale (78,9%), seguito da quello legato al settore di operatività (5%), e da quello legato all'ambiente naturale e al portafoglio aziendale (3%). La media delle pagine totali dei report è di 134,4, mentre quella delle pagine dedicate alla sezione risk and opportunities è di 4,5 (3,3% del totale).

**Tabella n. 7: Analisi delle imprese con fatturato > 1.000.000.000€**

Variabili	Numero di frasi	Media	Min	Max	%
Rischi individuati	516	46,9	7	126	100%
Rischio generale	402	36,5	5	87	77,9%
Rischio di interesse	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio di cambio	6	0,5	0	2	1,2%
Rischio legato al Prezzo delle materie prime	4	0,4	0	2	0,8%
Rischio legato alla soddisfazione del cliente	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio legato allo sviluppo dei prodotti	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio legato all'efficienza E prestazioni	18	1,6	0	8	3,5%
Rischio legato all'approvvigionamento	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio legato all'Ambiente naturale	10	0,9	0	2	1,9%

<b>Variabili</b>	<b>Numero di frasi</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Rischio legato alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro	13	1,2	0	4	2,5%
Rischio di erosione del nome del brand	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio di comando e gestione	2	0,2	0	2	0,4%
Rischio legato all'integrità Del sistema informativo	11	1,1	0	4	2,1%
Rischio legato ad atti illegali	6	0,5	0	6	1,2%
Rischio reputazionale	3	0,3	0	3	0,6%
Rischio legato al settore di operatività	12	1,1	0	4	2,3%
Rischio legato al portafoglio aziendale	5	0,5	0	4	1%
Rischio di concorrenza	2	0,2	0	2	0,4%
Rischio legato alle Pianificazioni future	2	0,2	0	1	0,4%
Rischio legato alle norme	9	0,8	0	2	1,7%
Rischio legato all'ambiente Politico	6	0,5	0	4	1,1%
<b>Effetti dei rischi</b>					
Favorevole	3	0,3	0	2	0,6%
Sfavorevole	95	9,5	0	39	18,4%
Neutro	418	33,5	4	87	81,0%
<b>Prospettiva dei rischi</b>					
Passato	3	0,3	0	2	0,6%
Presente	455	37,4	4	104	88,2%
Futuro	58	5,3	0	20	11,2%
<b>Modalità di descrizione</b>					
Citazione	433	39,4	5	97	83,9%
Descrizione	81	7,4	0	27	15,7%
Valutazione	2	0,2	0	2	0,4%

	<b>Numero di pagine</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Pagine Totali Report	2531	230	121	444	100%
Pagine sezione "risk And opportunities"	62	5,6	2	12	2,1%
Tabelle	68	6,2	0	15	-

Per quanto riguarda invece le imprese con un fatturato maggiore di 1.000.000.000 €, la media delle frasi in cui compare la parola "risk" è di 46,9, con un totale di 516 frasi individuate negli 11 bilanci.

Le variabili effetti dei rischi, prospettiva dei rischi e modalità di descrizione, presentano il seguente andamento:

- Effetti: Favorevole (0,6%); Neutro (81%); Sfavorevole (18,4%).
- Prospettiva: Passato (0,6%); Presente (88,2%); Futuro (11,2%).
- Modalità di descrizione: Citazione (83,9%); Descrizione (15,7%); Valutazione (0,4%).

Il rischio maggiormente individuato è indicato in linea generale (77,9%), seguito da quello legato all'efficienza e prestazioni (3,5%), e da quello legato alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro (2,5%). La media delle pagine totali dei report è di 230, mentre quella delle pagine dedicate alla sezione risk and opportunities è di 5,6 (2,1% del totale).

Possiamo notare dalle tabelle che la media delle frasi individuate nei bilanci con un fatturato superiore ad 1.000.000.000 € è abbondantemente superiore rispetto a quelle con un fatturato inferiore a questa soglia (46,9 contro 30,3). Ciò è in linea con le ipotesi affermate dalla letteratura che rilevano che la risk disclosure dipende anche dalla dimensione dell'impresa. In generale si può anche affermare che le imprese più grandi abbiano una maggior propensione alla disclosure non solo delle informazioni relative al rischio, ma di tutte le informazioni presenti nei bilanci integrati, in quanto, analizzando la media del numero di pagine, si può notare sia più elevata rispetto a quella delle imprese di dimensioni più piccole.

Più grande è un'impresa, più necessità ha di reperire capitali da investitori e intermediari finanziari. La corporate disclosure è appunto uno strumento che consente di ottenere maggiore fiducia da parte di questi ultimi. Una bassa propensione alla divulgazione di informazioni inerenti ai rischi, è vista come un segnale di andamento negativo delle performance. Inoltre, le aziende di grandi dimensioni sono più esposte alla pressione di autorità ed enti pubblici. Comunicare maggiori informazioni riguardante i rischi consente di ridurre così politici legati a potenziali contenziosi.

Un altro supporto a questi risultati è il fatto che dalla letteratura è stato dimostrato che più grandi sono le imprese, più sono caratterizzate da pressioni da parte di stakeholder e investitori (Cowen et al., 1987). In più, la loro maggiore dimensione fornisce loro più risorse, necessarie per la compilazione e la pubblicazione delle informazioni rilevanti.

Tuttavia, da questi risultati, possiamo affermare che nelle imprese con un fatturato maggiore, solamente la quantità dei rischi è più elevata, ma non la qualità. Infatti, nonostante il numero dei rischi individuato sia superiore, le informazioni più specifiche riguardanti le singole categorie di

rischio sono pressoché simili: il rischio individuato in termini generali è del 78% per entrambi i contesti, quindi solamente il 22% è dedicato ai rischi specifici. Inoltre, in entrambi i casi, i risultati stabiliscono che i rischi sono prettamente neutri, orientati al presente e solamente menzionati, all'incirca per la stessa percentuale.

## **Analisi dei dati per settore**

Secondo la letteratura, la propensione alla risk disclosure è influenzata anche dal settore a cui appartiene l'impresa. La variabile industriale può potenzialmente influenzare la quantità e la natura delle informazioni divulgate dalle società. Le aziende che operano in determinati settori (per esempio, le industrie pesanti), attireranno l'attenzione degli enti pubblici, e quindi possono essere soggetti a regolamenti e norme più complesse (Adams et al., 1998). La divulgazione delle informazioni può fungere da meccanismo per alleviare le preoccupazioni del pubblico. Rajab e Handley-Schachler (2009), analizzando alcune imprese nel Regno Unito, suddividono il campione analizzato in sette settori differenti. È stato rilevato che quelle che operano in settori dell'industria pesante sono più inclini a fornire informazioni rispetto alle altre. Anche Beretta e Bozzolan (2004), suggeriscono che il profilo di rischio aziendale è profondamente influenzato dai vincoli tecnologici e di mercato esercitati dall'ambiente industriale competitivo sui modelli di business. Cooke (1992) rilevò, in un campione di imprese giapponesi, che le imprese che operano in settori manifatturieri hanno una maggior disclosure a confronto con le imprese che svolgono attività in altri settori. Gli studi si riferiscono all'analisi di report annuali, e ci si aspetta che gli stessi risultati siano presenti anche nei bilanci integrati.

Per supportare queste ipotesi, sono state suddivise le imprese analizzate in due gruppi differenti: quelle considerate "pesanti" e quelle meno inquinanti. Per industria "pesante" si intende un'industria che coinvolge prodotti, attrezzature o strutture grandi e pesanti, o processi complessi e numerosi. A causa di questi fattori, questo settore comporta un'intensità di capitale maggiore rispetto all'industria leggera e spesso è anche più ciclica negli investimenti e nell'occupazione. Questo tipo di industria può avere significativi effetti collaterali negativi: aumentano i rischi riguardanti la salute e sicurezza per i lavoratori, vengono rilasciati prodotti e gas che inquinano sia l'aria che l'acqua e la catena di approvvigionamento industriale è spesso coinvolta in questioni di giustizia ambientale. A causa della loro intensità, questi tipi di industrie contribuiscono in modo

importante alle emissioni di gas serra che causano il cambiamento climatico. Per questi motivi, alle aziende che operano in questo settore, viene esercitata maggiore pressione da parte degli stakeholder e dalle istituzioni riguardo la divulgazione di informazioni relative alla mitigazione dei rischi. Ci si aspetta dunque che le imprese più inquinanti abbiano una maggior risk disclosure. Lo studio di Rajab e Handley-Schachler (2009), ha rilevato che le norme e regolamentazioni applicate alle imprese appartenenti all'industria pesante possono però influenzare solo la quantità della risk disclosure, ma non la qualità.

Sulla base della definizione di industria pesante, per il gruppo delle aziende che operano in settori inquinanti, sono state selezionate quelle che fanno parte dell'industria manifatturiera e mineraria, secondo la classificazione dell'International Standard Industrial Classification of All Economic Activities (ISIC). Le aziende considerate più "leggere" fanno parte dei settori: immobiliare, abbigliamento, trasporti, selvicoltura, alimentare, farmaceutico e consulenza.

**Tabella n.8: Analisi delle imprese che operano nell'industria pesante**

Variabili	Numero di frasi	Media	Min	Max	%
Rischi individuati	449	44,9	7	126	100%
Rischio generale	363	36,3	5	87	80,8%
Rischio di interesse	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio di cambio	4	0,4	0	2	0,9%
Rischio legato al Prezzo delle materie prime	5	0,5	0	2	1,1%
Rischio legato all'efficienza E prestazioni	10	1	0	8	2,2%
Rischio legato all'approvvigionamento	1	0,1	0	1	0,2%
Rischio legato all'Ambiente naturale	9	0,9	0	2	2%
Rischio legato alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro	12	1,2	0	4	2,7%
Rischio di comando e gestione	2	0,2	0	2	0,4%
Rischio legato all'integrità Del sistema informativo	6	0,6	0	3	1,3%
Rischio legato ad atti illegali	6	0,6	0	6	1,3%
Rischio reputazionale	4	0,4	0	3	0,9%
Rischio legato al settore di operatività	7	0,7	0	2	1,6%
Rischio legato al portafoglio aziendale	5	0,5	0	4	1,1%

<b>Variabili</b>	<b>Numero di frasi</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Rischio legato alle Pianificazioni future	2	0,2	0	1	0,4%
Rischio legato alle norme	7	0,7	0	2	1,6%
Rischio legato all'ambiente Politico	5	0,5	0	2	1,1%
<b>Effetti dei rischi</b>					
Favorevole	2	0,2	0	2	0,4%
Sfavorevole	81	8,1	0	39	18,0%
Neutro	366	36,6	4	87	81,6%
<b>Prospettiva dei rischi</b>					
Passato	2	0,2	0	2	0,4%
Presente	398	39,8	4	104	88,6%
Futuro	49	4,9	0	20	11,0%
<b>Modalità di descrizione</b>					
Citazione	384	38,4	5	97	85,5%
Descrizione	63	6,3	0	27	14,1%
Valutazione	2	0,2	0	2	0,4%

	<b>Numero di pagine</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Pagine Totali Report	2370	237	128	444	100%
Pagine sezione "risk And opportunities"	55	5,5	2	12	2,3%
Tabelle	76	7,6	0	15	-

Per quanto riguarda le imprese appartenenti al settore dell'industria pesante, la media delle frasi in cui compare la parola "risk" è di 44,9, con un totale di 449 frasi individuate nei 10 bilanci. Le variabili effetti dei rischi, prospettiva dei rischi e modalità di descrizione, presentano il seguente andamento:

- Effetti: Favorevole (0,4%); Neutro (81,6%); Sfavorevole (18%).
- Prospettiva: Passato (0,4%); Presente (88,6%); Futuro (11%).
- Modalità di descrizione: Citazione (85,5%); Descrizione (14,1%); Valutazione (0,4%).

Il rischio maggiormente individuato è indicato in linea generale (80,8%), seguito da quello legato alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro (2,2%), e da quello legato all'efficienza e prestazioni (2,7%). La media delle pagine totali dei report è di 237, mentre quella delle pagine dedicate alla sezione risk and opportunities è di 5,5 (2,3% del totale).

Dalla tabella possiamo notare che i rischi legati alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro, quelli legati all'ambiente naturale e quelli legati alle norme assumono più rilevanza rispetto ad altri tipi di rischio. Questo può essere spiegato dal fatto che questi tipi di rischio sono particolarmente sensibili per le imprese in questione.

**Tabella n.9: Analisi delle imprese che operano nell'industria leggera**

<b>Variabili</b>	<b>Numero di frasi</b>	<b>Media</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>	<b>%</b>
Rischi individuati	370	33,6	13	83	100%
Rischio generale	278	25,3	6	61	75,1%
Rischio di interesse	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio di cambio	6	0,5	0	3	1,6%
Rischio legato al Prezzo delle materie prime	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio di liquidità	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio di credito	3	0,3	0	3	0,8%
Rischio legato alla soddisfazione del cliente	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio legato allo sviluppo dei prodotti	2	0,2	0	1	0,5%
Rischio legato all'efficienza E prestazioni	10	0,9	0	5	2,7%
Rischio legato all'Ambiente naturale	10	0,9	0	5	2,7%
Rischio legato alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro	5	0,5	0	3	1,4%
Rischio di erosione del nome del brand	1	0,1	0	1	0,3%
Rischio legato all'integrità Del sistema informativo	5	0,5	0	4	1,4%
Rischio reputazionale	2	0,2	0	3	0,5%
Rischio legato al settore di operatività	20	1,8	0	11	5,4%
Rischio legato al portafoglio aziendale	9	0,8	0	4	2,4%
Rischio di concorrenza	3	0,3	0	2	0,8%
Rischio legato alle norme	6	0,5	0	2	1,6%
Rischio legato all'ambiente Politico	6	0,5	0	4	1,6%

Variabili	Numero di frasi	Media	Min	Max	%
<b>Effetti dei rischi</b>					
Favorevole	2	0,2	0	1	0,5%
Sfavorevole	68	6,2	1	16	18,4%
Neutro	300	27,2	6	72	81,1%
<b>Prospettiva dei rischi</b>					
Passato	4	0,4	0	3	1%
Presente	324	29,5	6	83	87,5%
Futuro	42	3,8	0	7	11,4%
<b>Modalità di descrizione</b>					
Citazione	321	29,2	9	71	86,8%
Descrizione	49	4,5	0	12	13,2%
Valutazione	-	-	-	-	-

	Numero di pagine	Media	Min	Max	%
Pagine Totali Report	1505	136,8	70	216	100%
Pagine sezione "risk And opportunities"	52	4,7	2	10	3,4%
Tabelle	50	4,5	0	23	-

Per quanto riguarda le imprese appartenenti al settore dell'industria leggera, la media delle frasi in cui compare la parola "risk" è di 33,6, con un totale di 370 frasi individuate negli 11 bilanci. Le variabili effetti dei rischi, prospettiva dei rischi e modalità di descrizione, presentano il seguente andamento:

- Effetti: Favorevole (0,5%); Neutro (81,1%); Sfavorevole (18,4%).
- Prospettiva: Passato (1%); Presente (87,5%); Futuro (11,4%).
- Modalità di descrizione: Citazione (86,8%); Descrizione (13,2%); Valutazione (0%).

Il rischio maggiormente individuato è indicato in linea generale (75,1%), seguito da quello legato al settore di operatività (5,4%), e da quello legato all'efficienza e prestazioni e all'ambiente naturale (entrambi 2,7%). La media delle pagine totali dei report è di 136,8, mentre quella delle pagine dedicate alla sezione risk and opportunities è di 4,7 (3,4% del totale).

Possiamo notare quindi che per quanto riguarda le imprese che operano nel settore dell'industria pesante, la quantità di risk disclosure è maggiore. Ciò è conforme a quanto rilevato dalla letteratura.

Si può affermare che ciò è dovuto principalmente perché il settore dell'industria pesante è soggetto a normative più complesse rispetto a quello dell'industria leggera, e questo comporta un effetto in cui le aziende di questo settore tendono ad uniformarsi tra di loro al fine di evitare l'apparenza di non soddisfare gli standard stabiliti da altre società simili. Infatti, avere una bassa risk disclosure nel contesto dell'industria pesante non permette alle imprese di essere competitive nel mercato, in quanto la divulgazione di informazioni relative ai rischi è molto richiesta da stakeholder ed enti pubblici. La trasparenza informativa permette alle imprese di ottenere più fiducia da parte di investitori e stakeholder, permettendo alle imprese di ridurre il costo del debito. Infatti, Ge e Liu (2015), rilevarono che gli obbligazionisti sono più attenti nelle imprese in settori inquinanti, mentre Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S., (2012), rilevarono che le aziende con maggiori valori ambientali sono meno esposte a rischio sistematico e di contenzioso. Le aziende inquinanti, dunque, possono essere penalizzate riguardo alla richiesta di tassi di interesse più alti (Chava, 2014; Du, Weng, Zeng, Chang, & Pei, 2015; Goss & Roberts, 2011). L'adozione del bilancio integrato e di una buona risk disclosure da parte di queste aziende può essere visto come un segnale di "contribuzione sociale", da cui possono trarne vantaggio (Fasan & Mio, 2017; Rivera-Arrubla, Zorio-Grima, & Garcia-Benau, 2017; Stacchezzini, Melloni, & Lai, 2016), riducendo drasticamente l'asimmetria informativa e i costi di agenzia; ciò porta gli obbligazionisti a ridurre il tasso di interesse.

Tuttavia, per quanto attiene alle categorie di rischio, la qualità della risk disclosure è prettamente simile, questo anche per quanto riguarda gli effetti, la prospettiva e la modalità di descrizione. I risultati indicano che in entrambi i casi la risk disclosure è principalmente orientata al presente, i rischi sono prettamente menzionati e gli effetti sono principalmente neutri. La letteratura infatti suggerisce che le regolamentazioni imposte in questo contesto possono influenzare la quantità di risk disclosure ma non la qualità.



# Conclusioni

Lo scopo della presente tesi è quello di analizzare la quantità e la qualità dell'informativa relativa che viene fornita nei bilanci integrati, suddividendoli in varie macro-aree in base ai criteri di rilevanza stabiliti, appoggiandosi alla letteratura analizzata. Tale analisi è stata condotta partendo inizialmente con una descrizione generale e dettagliata del bilancio integrato e dei rischi, e dell'evoluzione della loro normativa, poi analizzandone la relativa letteratura, procedendo alla fine sviluppando un'analisi empirica, sia in ottica quantitativa che qualitativa, che ci ha permesso di comprendere le differenze tra la risk disclosure nei bilanci integrati.

L'importanza della risk disclosure è stata ampiamente dimostrata in letteratura in quanto il rischio è considerato un elemento fondamentale per la creazione del valore nelle aziende, e si è visto in passato come trascurare questo concetto può essere deleterio per le imprese e in generale per l'intero sistema economico. Considerare tale elemento ha un'importanza fondamentale sia per l'impresa stessa, in quanto si riesce a considerare e valutare al meglio tutti i rischi che l'azienda incontra, e quindi postulare delle strategie per mitigarlo al meglio, ma anche per tutti i soggetti esterni all'impresa, considerati un'elemento importante per la creazione del valore aziendale, in quanto per loro l'analisi del rischio risulta uno strumento fondamentale per comprendere l'esposizione dell'azienda alle potenziali minacce e quindi per poter prendere decisioni di investimento di breve e di lungo periodo.

Le modalità di esposizione delle informazioni relative ai rischi sono state analizzate nei bilanci integrati. Il bilancio integrato, come abbiamo visto, è uno strumento importante per le imprese in quanto consente di concentrare in un unico documento tutte le informazioni relative alle questioni finanziarie e a quelle non finanziarie, migliorandone l'integrazione. Secondo l'IIRC, l'integrated report ha "l'obiettivo di promuovere un approccio più coeso ed efficiente al reporting aziendale, facendo in modo che attinga a diversi elementi di divulgazione e che trasmetta una moltitudine di fattori che influiscono sulla capacità di creare valore nel breve, medio e lungo periodo". Quindi, il bilancio integrato deve contenere tutte le informazioni che determinano la capacità di creare valore per l'impresa, tra cui, appunto, le informazioni relative ai rischi e alle opportunità. La maggior parte della letteratura relativa alla risk disclosure sui bilanci integrati suggerisce che le informazioni relative ai rischi e alle opportunità sono elevate e di qualità rispetto ai bilanci annuali convenzionali. Per quanto riguarda i rischi e le opportunità, la disclosure è più elevata rispetto ad altri elementi

come le informazioni relative al business model, alla governance, alle performance e alla strategia. Ciò è dovuto principalmente perché queste informazioni sono più richieste dagli stakeholder, perché può aiutarli a ridurre le loro preoccupazioni e guidarli a comprendere meglio i rischi e le opportunità che deve affrontare la società.

La letteratura rivela anche che l'approccio multidimensionale dell'IR framework stimola le aziende a fornire una più ampia risk disclosure, creando un beneficio per gli stakeholder, superando le limitazioni dei bilanci annuali tradizionali. Tuttavia, riguardo all'adozione di queste linee guida, sono stati rilevati alcuni ostacoli, tra cui, ad esempio, l'approccio orientato al futuro richiesto (in quanto dovrebbero essere fornite alcuni contenuti sensibili per la riservatezza aziendale), lo sviluppo di sistemi informativi adeguati, le linee guida limitate, e il riuscire a comprendere quali sono le questioni rilevanti richieste, in quanto è ancora prevista abbastanza discrezionalità. E' necessario però ricordare che la storia dell'IR framework è molto breve, in quanto è stato implementato nel 2013, ed ha ancora molto tempo per evolversi e superare questi ostacoli, vista anche l'importanza esponenziale che il bilancio integrato e l'approccio alla sostenibilità stanno assumendo in quest'ultimo periodo.

L'analisi empirica di questa tesi è stata effettuata tramite un campione di 21 bilanci integrati appartenenti a 18 imprese differenti, appartenenti a diversi settori economici, in un periodo compreso tra il 2015 e il 2019, e appartenenti a paesi sparsi in tutti e cinque i continenti. Lo scopo è stato quello di confrontare la quantità e la qualità della risk disclosure presente nei bilanci integrati suddivisi in base a vari criteri di rilevanza:

- i. Nel contesto obbligatorio e in quello volontario
- ii. In base alla dimensione, distinguendo in imprese con un fatturato superiore ad 1.000.000.000 € e in quelle con un fatturato inferiore ad 1.000.000.000 €.
- iii. Riguardo al settore, distinguendo in imprese che operano nei settori dell'industria pesante e in quelli che operano nell'industria leggera.

Lo strumento adottato per comprendere la comunicazione del rischio all'interno dei bilanci integrati adottati è stata la content analysis, con cui sono stati identificate tutte le frasi contenenti la parola "risk", per ogni sezione "risk and opportunities" dei bilanci integrati, e analizzate. Dopodichè è stata effettuata un'analisi quantitativa, riportando delle tabelle con cui sono stati evidenziati i risultati ottenuti (il numero di frasi in cui compare la parola "risk", il minimo dei valori, il massimo, la media e la percentuale), per ogni criterio di rilevanza, e discussi utilizzando la statistica descrittiva. I criteri

di rilevanza sono stati scelti principalmente partendo dalle ipotesi studiate analizzando la letteratura, in cui veniva evidenziato come quel determinato criterio incide sulla quantità e qualità della risk disclosure, e poi analizzate per confermare o confutare l'ipotesi.

Per quanto riguarda l'analisi nel contesto obbligatorio e volontario, si è semplicemente suddiviso il campione in Sudafrica (unico paese al mondo dove la redazione del bilancio integrato è di tipo obbligatorio), e tutti gli altri paesi. L'obbligatorietà del bilancio integrato in Sudafrica è determinata dal Code of Governance Principles for South Africa 2009 (King III), entrato in vigore il 1 marzo 2010, che stabilisce che tutte le aziende quotate al JSE hanno l'obbligo di predisporre un report integrato che fornisca una panoramica affidabile, completa ed olistica dell'azienda, in una prospettiva finanziaria e non finanziaria, con un approccio "apply or explain", che richiede alle imprese di spiegare come sono applicati i principi del codice o, se non applicati, la ragione di tale decisione. Tuttavia i limiti imposti per la redazione del bilancio integrato sono piuttosto ampi e discrezionali. L'ipotesi iniziale consisteva nel rilevare una miglior risk disclosure nel bilancio integrato redatto in maniera volontaria; infatti, nonostante ci si aspetta che la sua adozione dovrebbe comportare numerosi benefici per l'azienda, la letteratura ha notato che, stabilirne l'obbligatorietà con dei requisiti troppo flessibili e discrezionali, può portare i manager ad essere più motivati dall'aspetto legittimante del miglioramento della reputazione aziendale, e dalla soddisfazione delle esigenze degli stakeholder in maniera piuttosto ampia, rispetto alla soddisfazione delle esigenze dettagliate degli investitori (Steyn M., 2014). In un contesto volontario, le imprese sono più spinte a redigere un bilancio integrato solo sulla base alle pressioni date dagli investitori e dagli stakeholder, e quindi ci si aspetta una miglior risk disclosure. I risultati ottenuti sono concordi alle ipotesi iniziali, in quanto la media delle frasi nei bilanci integrati di tipo volontario sono maggiori rispetto a quelle delle imprese che operano in ambito obbligatorio, e più dettagliati. Possiamo dunque affermare che la risk disclosure quantitativa e qualitativa nel contesto volontario è maggiore. Le imprese che operano in un contesto volontario sono più spinte a considerare le pressioni degli stakeholder e degli investitori. È necessario dunque un approccio normativo attraverso l'applicazione di strumenti adeguati a motivare ed imporre il rispetto di un livello superiore di accettabilità sulla qualità e quantità della risk disclosure, che può portare numerosi benefici all'impresa. Inoltre, è stato evidenziato che in entrambi i casi, l'approccio di informativa dei rischi è più orientato al presente che al futuro; ciò può essere spiegato dal fatto che fornire delle dichiarazioni previsionali troppo spinte viene visto come un rischio potenziale di divulgazione di informazioni sensibili. La differenza di risk disclosure tra i due gruppi non è comunque troppo significativa. Ciò può essere determinato

dal fatto che nel campione di bilanci analizzati nel contesto obbligatorio, alcune imprese sono comunque molto sensibili dalle pressioni degli stakeholder per altri fattori.

L'analisi per dimensione è stata effettuata non applicando la definizione ufficiale di "grandi imprese", ossia considerando le imprese con un fatturato superiore a 50.000.000 €, e un numero di dipendenti nel periodo considerato maggiore a 250, ma, considerando che negli studi analizzati non era considerata questa definizione, e che quasi tutte le imprese oggetto del campione sono gruppi di enormi dimensioni che superano abbondantemente la soglia richiesta, utilizzare la definizione ufficiale non avrebbe permesso di distinguere due gruppi uniformi. La separazione in gruppi con un fatturato maggiore o minore di 1.000.000.000 €, ci ha permesso di rendere l'analisi più omogenea. Numerosi studi hanno rilevato una relazione positiva tra dimensione aziendale e risk disclosure, quindi l'ipotesi iniziale è quella che le aziende con un fatturato maggiore abbiano una miglior risk disclosure. I risultati indicano che la divulgazione riguardante i rischi è ampiamente maggiore per le imprese più grandi. Ciò può essere spiegato dal fatto che queste ultime sono più soggette a maggiori pressioni da parte di stakeholder e istituzioni. Inoltre, le aziende di grandi dimensioni sono più esposte alla pressione di autorità ed enti pubblici. Comunicare maggiori informazioni riguardante i rischi consente di ridurre così politici legati a potenziali contenziosi. Inoltre, la loro maggiore dimensione fornisce loro più risorse, necessarie per la compilazione e la pubblicazione delle informazioni rilevanti. Tuttavia, la risk disclosure è maggiore solamente in termini quantitativi ma non qualitativi, in quanto le informazioni più specifiche riguardanti le singole categorie di rischio sono pressoché simili. Inoltre, in entrambi i casi, i risultati stabiliscono che i rischi sono prettamente neutri, orientati al presente e solamente menzionati.

L'analisi per settore è stata effettuata analizzando la definizione di "industria pesante" e "industria leggera". Ciò ci ha permesso di distinguere il campione in due gruppi omogenei, in cui in un gruppo appartenevano le imprese che operano nell'industria manifatturiera e mineraria, e nell'altro tutte le altre imprese. La letteratura suggerisce che le imprese che operano in settori dell'industria pesante sono più inclini a fornire informazioni rispetto alle altre. Ciò accade poiché in tale settore le normative sono più complesse, oppure, perché le imprese incrementano il livello di risk disclosure per evitare la mancata conformità agli standard stabiliti dalle concorrenti. Questo tipo di contesto comporta un'intensità di capitale maggiore rispetto all'industria leggera e spesso è anche più ciclica negli investimenti e nell'occupazione. Questo tipo di industria può avere significativi effetti collaterali negativi: aumentano i rischi riguardanti la salute e sicurezza per i lavoratori, vengono

rilasciati prodotti e gas che inquinano sia l'aria che l'acqua e la catena di approvvigionamento industriale è spesso coinvolta in questioni di giustizia ambientale. A causa della loro intensità, questi tipi di industrie contribuiscono in modo importante alle emissioni di gas serra che causano il cambiamento climatico. Per questi motivi, alle aziende che operano in questo settore, viene esercitata maggiore pressione da parte degli stakeholder e dalle istituzioni riguardo la divulgazione di informazioni relative alla mitigazione dei rischi. L'ipotesi iniziale è dunque che le imprese più inquinanti abbiano una maggior risk disclosure. Dai risultati è stato rilevato che, nel contesto dell'industria pesante, i rischi legati alla salute e sicurezza nei luoghi di lavoro, quelli legati all'ambiente naturale e quelli legati alle norme assumono più rilevanza rispetto ad altri tipi di rischio, poiché sono particolarmente sensibili per le imprese in questione. Anche in questo caso l'ipotesi iniziale è confermata, con una maggior risk disclosure nelle imprese che operano nel contesto dell'industria pesante. Anche qui la risk disclosure è migliore solo quantitativamente, in quanto come qualità i due settori sono pressoché simili. La letteratura suggerisce che le regolamentazioni applicate alle imprese appartenenti all'industria pesante possono influenzare la quantità di disclosure ma non la qualità.



# Bibliografia

Abraham, S. and Cox, P. (2007), "Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports", *The British Accounting Review*, **39** (3):227-248.

Abraham, S., & Shrikes, P. J. (2014). "Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports". *The British Accounting Review*, **46** (1): 91-107. DOI: 10.1016/j.bar.2013.10.002

Adams C.A., Hill W.Y., Roberts C.B. (1998). "Corporate Social Reporting Practices In Western Europe: Legitimizing Corporate Behaviour?". *British Accounting Review*, **30**: 1-21. DOI: 10.1006/BARE.1997.0060.

Agostini M., Chiucchi M. S., Giuliani M., (2020) "Big Data e Analytics, impatto sul sistema aziendale e performance". *Smart Technologies, digitalizzazione e capitale intellettuale*. **1** (4): 132-156.

Amir E., Lev. B. (1995). "Value-Relevance of Nonfinancial Information: The Wireless Communications Industry". *Journal of Accounting and Economics*. **22** (1-13): 3-30. DOI: 10.1016/S0165-4101(96)00430-2.

Arnold Markus C., Bassen A., Frank R., (2012) "Integrating Sustainability Reports into Financial Statements: An Experimental Study". *SSRN Electronic Journal* DOI: 10.2139/ssrn.2030891

Avallone F., (2008) *L'impatto dell'informativa contabile di tipo volontario sui mercati finanziari*, Giappichelli, Roma.

Barth Mary E., Cahan Steven F., Chen L., Venter Elmar R., (2017) "The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Capital Market and Real Effects". *Accounting, Organizations and Society*, *Forthcoming*, DOI: /10.2139/ssrn.2699409

Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). "The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view". *Journal of Accounting and Economics*, **31**: 77– 104.

Barth, M., Landsman, W. R., & Lang, M. (2008). "International accounting standards and accounting quality". *Journal of Accounting Research*, **46**(3): 467– 498.

- Barth, Mary E., Cahan, Steven F., Chen L., Venter Elmar R. (2015). "The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting". *SSRN Electronic Journal*. DOI: 10.2139/ssrn.2699409.
- Belkaoui, A. (1976). "The impact of the disclosure of the environmental effects of organizational behavior on the market". *Financial Management*, **5**(4): 26–31.
- Benlemlih, M. (2017) "Corporate Social Responsibility and Firm Debt Maturity". *J Bus Ethics*, **144**:491–517. DOI: 10.1007/s10551-015-2856-1.
- Beretta S., Bozzolan S. (2004), "A framework for the analysis of firm risk communication". *The International Journal of Accounting*, **39**:265–288.
- Carini, C., Chiaf, E. (2015). "The relationship between annual and sustainability, environmental and social reports". *Corporate Ownership & Control*, **13**(1-9), 979-993. DOI: 10.22495/cocv13i1c9p2.
- Chava, S. (2014). "Environmental Externalities and Cost of Capital". *Management Science*, **60**(9): 2223–2247.
- Cheng B., Ioannou I., Serafeim G., (2011) "Corporate Social Responsibility and Access to Finance" (May 19, 2011). *Strategic Management Journal*, **35** (1): 1-23., DOI: 10.2139/ssrn.1847085
- Cho C., Patten D. (2007). 'The Role of Environmental Disclosure as Tools of Legitimacy: A Research Note'. *Accounting, Organizations and Society*. **32** (7): 639-647. DOI: 10.1016/j.aos.2006.09.009.
- Clarkson P., Li Y., Gordon R., Vasvari F.P. (2008). "Revisiting the Relation Between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis". *Accounting, Organizations and Society*. **33**(4-5): 303-327. DOI: 10.1016/j.aos.2007.05.003.
- Core, J. E. (2001). "A Review of the Empirical Disclosure Literature: Discussion". *Journal of Accounting and Economics*, **31** (1-3), 441-456. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00036-2.
- Cormier D, Magnan M. (1999) "Corporate Environmental Disclosure Strategies: Determinants, Costs and Benefits". *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. 1999; **14**(4):429-451. DOI: 10.1177/0148558X9901400403.
- Cormier D., Magnan M., (1997), "Investors' assessment of implicit environmental liabilities: An empirical investigation" *Journal of Accounting and Public Policy*, **16** (2), 215-241.

Cormier, Denis & Magnan, Michel. (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological Economics*. **62** (3): 613-626. DOI: 10.1016/j.ecolecon.2006.07.030.

Cortesi A., Vena L., (2019). "Disclosure quality under Integrated Reporting: a value relevance approach" *Journal of Cleaner Production*, **220**: 745-775.

D'Onza G., Guerrini A., (2009). "Il risk reporting nell'informativa di bilancio. Un'indagine empirica in Italia, Stati Uniti, Regno Unito e Germania". *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, **109** (7,8): 424-438.

Daniel W. Greening, Daniel B. Turban (2000), "Corporate Social Performance As a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce". *Business Society*, 1° settembre 2000, **39** (3): 254-280. DOI: 10.1177/000765030003900302.

De Villiers C., Rinaldi L., Unerman J. (2014). "Integrated Reporting: Insights, gaps and an agenda for future research". *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. **27** (2). 1042-1067. DOI: 10.1108/AAAJ-06-2014-1736.

DeLoach J.W. (2000) *Enterprise-Wide Risk Management: Strategies for Linking Risk & Opportunity*. Financial Times Management/Prentice Hall, London.

DeLoitte UK (2020) "Integrated Reporting".  
<https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/audit/articles/integrated-reporting.html>

Diamond D.W., Verrecchia R.E. (1991) "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital." *The Journal of Finance* **46** (4): 1325–1359. DOI: 10.2307/2328861.

Du X., Weng J., Zeng Q., Chang Y., Pei H., (2017). "Do Lenders Applaud Corporate Environmental Performance? Evidence from Chinese Private-Owned Firms," *Journal of Business Ethics*, Springer, **143**(1): 179-207, June. DOI: 10.1007/s10551-015-2758-2.

Eccles R. G., Serafeim G., (2014) "Corporate and Integrated Reporting: A Functional Perspective". Chapter 9 in *Corporate Stewardship: Achieving Sustainable Effectiveness*, edited by Lawler E., Mohrman S., O'Toole J., Greenleaf, 2015. DOI: 10.2139/ssrn.2388716.

Eccles, R. G., Serafeim G., (2011) "Accelerating the Adoption of Integrated Reporting". In: *CSR INDEX*, Francesco de Leo, Matthias Vollbracht, eds., InnoVatio Publishing Ltd., 2011. Hong Kong, 70-92.

- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R., (2011) "Does corporate social responsibility affect the cost of capital?". *Journal of Banking & Finance*, **35** (9): 2388-2406.
- Elshandidy, T, Fraser, I & Hussainey, K (2013). "Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-Share companies". *International Review of Financial Analysis*, **30**:320-333.
- Elshandidy, T. and Neri, L. (2014), "Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy", *Corporate Governance: An International Review forthcoming*. 23 (4): 331-356. DOI: 10.1111/corg.12095.
- Elshandidy, T., Elmassri, M., Elsayed, M. (2021), "Integrated reporting, textual risk disclosure and market value", *Corporate Governance*, **22** (1): 173-193. DOI: 10.1108/CG-01-2021-0002.
- Enslin Z., Bruwer W., Viljoen C., (2015) "Enhancing risk-related disclosure in South Africa: a study on guidelines and current practices" *Journal of Economic and Financial Sciences (JEF)*, April 2015, **8** (1): 261-280.
- European Commission, 15 Aprile 2014. "Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups - frequently asked questions" ([https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO\\_14\\_301](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_14_301)).
- Fasan, M., and Mio, C. (2017) "Fostering Stakeholder Engagement: The Role of Materiality Disclosure in Integrated Reporting". *Business Strategy and the Environment*, **26**: 288– 305. DOI: 10.1002/bse.1917.
- Filip A., Raffournier B., (2010), "The value relevance of earnings in a transition economy: The case of Romania", *The International Journal of Accounting*, **45**, (1), 77-103.
- Floreani A., (2004). *Enterprise Risk Management: i rischi aziendali e il processo di risk management*, EDUCatt - Ente per il diritto allo studio universitario dell'Università Cattolica, Milano.
- Francis J., Nanda D., Olsson, P. (2008) "Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital". *Journal of Accounting Research*, **46** (1): 53-99. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x
- Frias-Aceituno, J.V., Rodríguez-Ariza, L. and Garcia-Sánchez, I.M. (2014), "Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting". *Business Strategy and the Environment*, **23**: 56-72. DOI: 10.1002/bse.1765.

Gal, G, Akisik, O. (2020) "The impact of internal control, external assurance, and integrated reports on market value". *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*; **27** (3): 1227– 1240. DOI: 10.1002/csr.1878.

García-Sánchez I. M., Noguera-Gámez L., (2017). "Integrated information and the cost of capital," *International Business Review*, Elsevier, **26**(5): 959-975. DOI: 10.1016/j.ibusrev.2017.03.004.

Ge W., Liu M., (2015) "Corporate Social Responsibility and the Cost of Corporate Bonds)". *Journal of Accounting and Public Policy*, **34** (6), (September 1, 2014), DOI: 10.2139/ssrn.1985218.

Gerwanski J., (2020) "Does it pay off? Integrated reporting and cost of debt: European evidence". *Corporate Sociale Responsible Environment Management*; **27**: 2299– 2319. DOI: 10.1002/csr.1965.

Goss, A., Roberts, G. (2009). "The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance*". **35** (7): 1794-1810. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2010.12.002.

Grazia Dicuonzo, (2018). *La disclosure sui rischi finanziari tra dottrina, normativa e prassi: evidenze empiriche nel contesto italiano*, Giappichelli, Roma.

Gregory, A., Tharyan, R. & Whittaker, J. (2014) "Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth". *J Bus Ethics* **124**, 633–657. DOI: 10.1007/s10551-013-1898-5.

Guenster N., Bauer R., Derwall J. and Koedijk K. (2011), "The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency". *European Financial Management*. **17**: 679-704. DOI: 10.1111/j.1468-036X.2009.00532.x

Guidara A., Khlif H., Jarbouli A., (2014). "Voluntary and timely disclosure and the cost of debt: South African evidence" *Meditari Accountancy Research*, Emerald Group Publishing, **22**(2), 149-164.

Guidry R.P., Patten D.M., (2012). "Voluntary disclosure theory and financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research". *Accounting Forum*, **36**: 81–90.

Guthrie, J., Manes Rossi, F., Orelli, R.L., Nicolò, G. (2020), "Investigating risk disclosures in Italian integrated reports", *Meditari Accountancy Research*, **28** (6): 1149-1178. DOI: 10.1108/MEDAR-10-2019-0596

Hassan, O. A. G., Romilly P. (2018) "Relations between corporate economic performance, environmental disclosure and greenhouse gas emissions: New insights". *Business Strategy and the Environment*. **27** (7): 893– 909. DOI: 10.1002/bse.2040.

Healy P.M., Palepu K.G. (2001) "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature." *Journal of Accounting and Economics* **31** (1-3): 405–440. DOI: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0.

IIRC, (2013) "The International <IR> framework".  
<https://www.integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>

Iredele O., Moloi T., (2020) "Corporate environmental disclosure in the integrated reporting regime: The case of listed mining companies in South Africa", *Journal of Economic and Financial Sciences*, **13**(1), a481. DOI: 10.4102/jef.v13i1.481.

Jensen M.C., Meckling W.H. (1979) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". In: *Brunner K. (eds) Economics Social Institutions. Rochester Studies in Economics and Policy Issues*, **1**. Springer, Dordrecht. DOI: 10.1007/978-94-009-9257-3\_8.

Krippendorff, K. (2013). "Content analysis: An introduction to its methodology (2nd ed.)". London: Sage Publications.

Lee, K.W., Yeo, G.H.H. (2016) "The association between integrated reporting and firm valuation". *Review of Quantitative Finance and Accounting* **47**, 1221–1250. DOI: 10.1007/s11156-015-0536-y.

Leftwich R. W., Watts R. L., Zimmerman J. L. (1981). "Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting". *Journal of Accounting Research*, **19**: 50–77. DOI: 10.2307/2490984.

Leopizzi R., Iazzi A., Venturelli A., Principale S. (2019), "Non-financial risk disclosure: the 'state of the art' of Italian companies", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, **27** (1): 358-368.

Leuz C., Nanda D. Wysocki P.D., (2003) "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison". *Journal of Financial Economics* **69**: 505-527. DOI: 10.2139/ssrn.281832

Linsley, P. M. and Shrives, P. J. (2006), "Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies", *The British Accounting Review*, **38** (4):387-404.

- Loughran T., McDonald B. (2016), "Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey". *Journal of Accounting Research*, **54** (4): 1187-1230. DOI: 10.1111/1475-679X.12123.
- Malik M. (2014) "Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature." *Journal of Business Ethics*, **127**, 419–438, DOI: 10.1007/s10551-014-2051-9.
- Martin F., Bikki J., (1982). "Pollution disclosures, pollution performance and economic performance" *Omega*, **10** (2):167-176, DOI: 10.1016/0305-0483(82)90051-2.
- Massaro M., Dumay J., Guthrie, J. (2016), "On the shoulders of giants: undertaking a structured literature review in accounting", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, **29** (5): 767-801. DOI: 10.1108/AAAJ-01-2015-1939.
- Matsumura E. M., Prakash R., Vera-Munoz S. C., "Firm-Value Effects of Carbon Emissions and Carbon Disclosures" (2013). *The Accounting Review*, March 2014, **89** (2): 695-724. DOI: 10.2139/ssrn.1921809.
- Mervelskemper L., Streit D. (2017) "Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise?". *Business Strategy and the Environment*, **26**(4): 536– 549. DOI: 10.1002/bse.1935.
- Miller K., Fink L., Proctor T. Y., (2017) "Current Trends And Future Expectations In External Assurance For Integrated Corporate Sustainability Reporting" *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues*, **20**(1).
- Moloi, T., & Iredele, O.O. (2020). "Firm Value and Integrated Reporting Quality of South African Listed Firms". *Academy of Strategic Management Journal*, **19**.
- Nakamura M., Takahashi T., Vertinsky I. (2001). "Why Japanese Firms Choose to Certify: A Study of Managerial Responses to Environmental Issues". *Journal of Environmental Economics and Management*. **42** (1). 23-52. DOI: 10.1006/jeem.2000.1148.
- Neri L., Elshandidy T., Guo, Y. (2018) "Determinants and impacts of risk disclosure quality: evidence from China". *Journal of Applied Accounting Research*, ISSN 0967-5426. (In Press). <https://eprints.bbk.ac.uk/id/eprint/21889>.
- Ocean Tomo. (2015). "Annual Study of Intangible Asset Market Value from Ocean Tomo, LLC". <https://www.oceantomo.com/2015/03/04/2015-intangibleasset-market-value-study/>.

Oikonomou, I., Brooks, C. and Pavelin, S. (2014). "The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings". *Financial Review*, **49** (1): 49-75 DOI: 10.1111/fire.12025.

Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2012). "The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis". *Financial Management*, **41**(2), 483– 515.

Orlitzky M., Benjamin J. D., (2001). "Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review", *Business & Society*, **40** (4): 369-396. December 2001, Sage Publications.

Paolone, F., Granà, F., Martiniello, L., & Tiscini, R. (2021). "Environmental risk indicators disclosure and value relevance: An empirical analysis of Italian listed companies after the implementation of the Legislative Decree 254/2016". *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, **28**(5): 1471– 1482. DOI: 10.1002/csr.2181

Patten D. (2002). "The Relation Between Environmental Performance and Environmental Disclosure: A Research Note". *Accounting, Organizations and Society*. **27**(8). 763-773. DOI: 10.1016/S0361-3682(02)00028-4.

Plenborg T. (2013). "Prioritising Disclosures in the Annual Report". *Accounting and Business Research*. **43** (6): DOI: 10.1080/00014788.2013.827105.

Prasetya H.D., Saraswati E., Ghofar A. (2017) "Corporate Social Responsibility Disclosure And Corporate Financial Performance: A Meta-Analysis". *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences* **68**(8):3-11 DOI: 10.18551/rjoas.2017-08.01

PWC, 2020 "Cambiamento climatico – un rischio o un’opportunità per il business" <https://www.pwc.com/it/it/services/audit-assurance/assets/docs/pwc-cambiamento-climatico.pdf>.

Quagli Alberto, (2005). "La direttiva europea 109/2004 sulla trasparenza nei mercati finanziari e l'informativa periodica" *Revisione Contabile*, **63**: 56-63.

Rajab B., Handley-Schachler M., (2009). "Corporate risk disclosure by UK firms: Trends and determinants" *World Review of Entrepreneurship Management and Sustainable Development*, **5** (3), 224-243.

Rivera-Arrubla Y.A., Zorio-Grima A. and García-Benau, M.A. (2017), "Integrated reports: disclosure level and explanatory factors", *Social Responsibility Journal*, **13** (1): 155-176. DOI: 10.1108/SRJ-02-2016-0033

Scott S. Cowen; Linda B. Ferreri and Lee D. Parker, (1987), "The impact of corporate characteristics on social responsibility disclosure: A typology and frequency-based analysis", *Accounting, Organizations and Society*, **12** (2): 111-122.

Sengupta, P. (1998). "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt". *The Accounting Review*, **73**(4), 459–474.

Serafeim G. (2015). "Integrated Reporting and Investor Clientele". *Journal of Applied Corporate Finance*, **27** (2). Spring 2015, DOI: 10.2139/ssrn.2378899 2014.

Stacchezzini R., Melloni G., Lai A. (2016). "Sustainability management and reporting: the role of integrated reporting for communicating corporate sustainability management". *Journal of Cleaner Production*. **136**: 102-110. DOI: 10.1016/j.jclepro2016.01.109.

Stanny, E. (2012) "Voluntary Disclosures of Emissions by US Firms." *Business Strategy and the Environment*, **22** (3): 145-158. DOI: 10.1002/bse.1732.

Stephen G. Ryan (2012) "Risk reporting quality: implications of academic research for financial reporting policy". *Accounting and Business Research*, **42** (3): 295-324, DOI: 10.1080/00014788.2012.681855

Steyn, M. (2014), "Organisational benefits and implementation challenges of mandatory integrated reporting: Perspectives of senior executives at South African listed companies", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, **5** (4): 476-503. DOI: 10.1108/SAMPJ-11-2013-0052.

Sumon C., Mazumdar S., Sengupta P., (2005) "Disclosure and the Loan Spread on Private Debt" *Financial Analysts Journal*, **61**(3): 83-95. Published by: Taylor & Francis, Ltd.

Sutantoputra A.W., Lindorff M., Prior Johnson E. (2012) "The relationship between environmental performance and environmental disclosure", *Australasian Journal of Environmental Management*, **19** (1): 51-65, DOI: 10.1080/14486563.2011.646752.

T. E. Cooke (1992) “The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations”, *Accounting and Business Research*, **22**(87): 229-237, DOI: 10.1080/00014788.1992.9729440.

TCFD (2017) “Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures” <https://www.fsb-tcfd.org/recommendations>.

The WFE Research Team (2018) *WFE ESG Revised Metrics June 2018*, The World Federation of Exchanges. <https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/wfe-esg-revised-metrics-june-2018>.

Vena L., Sciascia S., Cortesi A. (2020). “Integrated reporting and cost of capital: The moderating role of cultural dimensions”. *Journal of International Financial Management & Accounting*. **31**(2): 191– 214. DOI: 10.1111/jifm.12113.

Verrecchia R. E., (1983), “Discretionary disclosure.”, *Journal of Accounting and Economics*, **5** (1): 179-194. DOI: 10.1016/j.jcae.2015.10.001.

Wahl, A, Charifzadeh, M, Diefenbach, F. (2020) “Voluntary Adopters of Integrated Reporting – Evidence on Forecast Accuracy and Firm Value”. *Business Strategy and the Environment*. **29** (6): 2542–2556. DOI: 10.1002/bse.2519.

Yu E.P., Guo Q., Luu B.V. (2018) “Environmental, social and governance transparency and firm value”. *Business Strategy and the Environment* **27** (7): 987-1004.

Zeng, S. & Xu, X.D. & Dong, Z.Y. & Tam, Vivian. (2010). “Towards Corporate Environmental Information Disclosure: An Empirical Study in China”. *Journal of Cleaner Production*. **18** (12): 1142-1148. DOI: 10.1016/j.jclepro.2010.04.005.

Zhou S., Simnett R., and Green W. (2017) “Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?”. *Abacus*, **53**: 94– 132. DOI: 10.1111/abac.12104.