



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea
magistrale in
Economia e
Finanza

Tesi di Laurea

**Misurazione e
comparabilità delle
performance nel reporting
di sostenibilità aziendale**

Relatore

Ch. Prof. Alessandro Genovesi

Laureando

Giulia Tiepolo

Matricola 873071

Anno Accademico

2022 / 2023

Sommario

Un'azienda deve generare un valore affinché possa essere considerata in grado di fornire benefici a lungo termine ai suoi vari *stakeholders*. Sempre più spesso le strategie aziendali si basano su parametri che guardano oltre a quelli puramente finanziari e considerano anche i fattori ESG (environmental, social and governance). Al giorno d'oggi, la valutazione di un'azienda non può più limitarsi esclusivamente agli aspetti finanziari e per misurare adeguatamente il valore generato dalla sostenibilità è importante che le aziende sappiano comunicarlo attraverso la rendicontazione non finanziaria annualmente prodotta, posto che da questa dipende l'accesso ai mercati, ai finanziamenti, alle catene di fornitura e alle risorse umane. L'Unione Europea ha già avviato un percorso di riforma del sistema normativo volto a rendere omogenea la rendicontazione, sia per facilitare l'attività di *reporting* consentendo il consolidamento delle informazioni con i dati finanziari, sia per facilitare gli investitori nella valutazione delle *performance* di sostenibilità aziendale. Il presente lavoro si articola in quattro capitoli: nel primo capitolo viene spiegata l'origine e la nozione di sostenibilità, come questa impatta la generazione di valore per il *business* aziendale e la sua relazione con la finanza. Nel secondo capitolo viene offerto un panorama dell'evoluzione normativa del *reporting* di sostenibilità, con particolare focus sulla strategia adottata dall'Unione Europea per lo sviluppo sostenibile e la transizione. Il terzo capitolo si concentra sui principali *standard* di rendicontazione già affermati e sulle novità di recente introduzione. Inoltre, sono analizzate le fasi chiave che caratterizzano il processo di rendicontazione, con particolare enfasi sulla valutazione della sostenibilità mediante indicatori quantitativi ed oggettivi, quindi misurabili e confrontabili. Infine, il quarto capitolo è dedicato a mettere in pratica la teoria esposta mediante il confronto sul pratico di quattro bilanci di sostenibilità di aziende appartenenti allo stesso settore, evidenziandone pregi e difetti. Il fine è comprendere se sia possibile per il lettore del bilancio rispondere alle domande di tesi, ovvero se allo stato attuale la sostenibilità possa essere rendicontata in maniera tale affinché l'impatto generato sul *business* sia misurabile e comparabile, oppure se attualmente sussistono delle criticità che impediscono che ciò avvenga nel concreto. Nelle conclusioni vengono

presentate le riflessioni finali in merito ai risultati ottenuti dall'analisi e sulle sfide aperte per favorire una maggiore armonizzazione degli *standard* di rendicontazione finanziaria.

Indice

1	La sostenibilità aziendale tra strategia e finanza	1
1.1	Introduzione	1
1.2	Sostenibilità aziendale e Corporate Social Responsibility	3
1.2.1	Teoria degli shareholders e teoria degli stakeholders	4
1.3	I vantaggi della sostenibilità quale driver di valore aziendale	7
1.4	Nozione e sviluppo della finanza sostenibile	11
1.4.1	La finanza sostenibile come nuovo obiettivo della regolamentazione finanziaria	12
1.4.2	Obiettivi della regolamentazione finanziaria e dello sviluppo sostenibile	14
2	Disclosure di sostenibilità: framework normativo europeo	17
2.1	Origini ed evoluzione della regolamentazione europea sulla reportistica di sostenibilità	17
2.2	Non Financial Reporting Directive	20
2.3	La strategia europea per la finanza sostenibile	22
2.4	CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive	24
2.5	La Tassonomia Europea	29
2.5.1	Le metriche della Tassonomia	37
3	Reporting e valutazione delle performance di sostenibilità	41
3.1	Modelli di valutazione e rendicontazione della performance aziendale	41
3.2	I principali framework e normative di riferimento	43
3.2.1	Global Reporting Initiative standard (GRI)	44
3.2.2	Integrated reporting standard (IR)	47
3.2.3	Sustainability Accounting Standard Board (SASB)	47
3.2.4	Task Force on Climate related Financial Disclosure (TCFD)	48
3.2.5	European Sustainability Reporting Standard (ESRS)	51

3.2.6	International Sustainability Standards Board (ISSB)	52
3.3	Processo di rendicontazione dei fattori ESG	55
3.3.1	L'analisi della materialità	56
3.3.2	La misurazione mediante Key Performance Indicators	58
3.3.3	Disclosure non finanziaria tra quantificazione e narrazione	62
3.3.4	I sistemi informativi per le metriche ESG	64
4	La misurazione delle performance di sostenibilità	65
4.1	Descrizione del campione	66
4.2	Metodologia	68
4.3	Lo standard GRI per la comparazione dei bilanci di sostenibilità	71
4.3.1	GRI 302: Energia	74
4.3.2	GRI 305: Emissioni	76
4.3.3	GRI 303: Acqua e scarichi idrici	79
4.3.4	GRI 306: Rifiuti	81
4.3.5	GRI 201: Performance economiche	82
4.3.6	GRI 413: Comunità locali	85
4.3.7	GRI 102-35: Politiche retributive	86
4.4	La comparabilità dei KPIs della Tassonomia	87
4.4.1	Turnover	90
4.4.2	CapEx	91
4.4.3	OpEx	92
4.5	Valore e impatto generato dalla sostenibilità	94
4.5.1	La creazione di valore condiviso di Hera	96
4.6	Risultati dell'analisi comparativa tra aspettative e realtà	99
4.7	Considerazioni conclusive e prospettive future	103

Capitolo 1

La sostenibilità aziendale tra strategia e finanza

1.1 Introduzione

La sostenibilità aziendale si propone di rispondere alle sfide attuali e crescenti del consumo eccessivo di risorse, del degrado ambientale e della disuguaglianza sociale, favorendo la transizione verso una maggiore giustizia sociale ed economica. Tale concetto si è evoluto nel tempo ed in esso sono oggi comprese l'insieme di temi non finanziari riconosciuti con l'acronimo "ESG" (*environmental, social, governance*). Tale acronimo rappresenta tre aree tematiche della sostenibilità che generano un impatto finanziario sulle aziende, influenzando aspetti quali i flussi di cassa, le valutazioni, il costo del capitale ed il rendimento degli investimenti. I criteri ambientali esaminano come un'azienda affronta i rischi e le opportunità legate alle sfide ambientali. Queste considerazioni includono l'analisi delle emissioni di carbonio, la gestione dei rifiuti, gli effetti e le dipendenze dalla deforestazione e la perdita di biodiversità. I criteri sociali si concentrano sul modo in cui un'azienda tratta i suoi stakeholder. Ciò include la gestione del capitale umano, la promozione della diversità, dell'equità e dell'inclusione, la promozione della salute e della produttività nei luoghi di lavoro e la promozione di regole etiche nelle pratiche di vendita dei prodotti ai clienti. I criteri di governance esaminano come un'azienda è governata, chi prende le decisioni e chi è responsabile delle stesse. Ciò include aspetti come la retribuzione dei dirigenti, le strategie fiscali, le pratiche aziendali e la diversità e struttura dei consigli di amministrazione.

Un approccio “integrato” considera simultaneamente i fattori ambientali, sociali e di governance che possono influenzare direttamente il successo finanziario a lungo termine di un’azienda. Questo approccio mira a valutare in modo olistico l’impatto complessivo delle pratiche aziendali e come queste possano influenzare la sostenibilità e la redditività dell’azienda. I fattori ESG permettono inoltre di valutare l’impatto delle aziende sull’ambiente, sulle comunità in cui operano e dei loro prodotti e servizi lungo tutta la catena del valore. La società richiede che le aziende abbiano uno scopo sociale: un’impresa può decidere di accrescere la propria consapevolezza e attivare processi virtuosi di responsabilità sociale al fine di prosperare nel tempo, fornendo non solo risultati finanziari, ma anche un contributo positivo alla comunità, rafforzando la fiducia nei confronti dei terzi stabilendo rapporti basati su principi di correttezza, migliorando la propria politica di governance, implementando politiche del personale adeguate, tutelando i risparmiatori attraverso la comunicazione di flussi informativi sul rischio aziendale. Questo approccio fondato su principi di responsabilità sociale d’impresa per cui le aziende sono chiamate ad operare in modo responsabile e trasparente, richiede che siano fornite all’esterno informazioni sull’impatto che le attività svolte hanno sull’ambiente e sulla società. Posto che ad oggi le aziende orientate solamente al profitto hanno la tendenza ad adottare modelli di business debolmente sostenibili, risulta chiaro come il passaggio a modelli di business sostenibili richiede alle aziende di definire e misurare i benefici sociali e di rigenerazione ambientale prodotti.

I fattori ESG sono da tempo radicati all’interno del pensiero economico aziendale, influenzandone le scelte strategiche sempre più orientate alla sostenibilità, così come le regole di *accounting* che sono chiamate a rendicontarne l’effettiva realizzazione. La rendicontazione aziendale è quindi chiamata ad un profondo rinnovamento in quanto deve dimostrarsi all’altezza del difficile compito di misurare la sostenibilità: le recenti iniziative della politica europea ed internazionale pongono in evidenza la necessità di pervenire ad un quadro normativo sull’informativa finanziaria che integri i fattori ESG, che sia condiviso, stabile, che consenta la comparabilità della rendicontazione tra realtà differenti, e che sia frutto di una misurazione destinata a influire sulla capacità dell’azienda di implementare le proprie strategie, favorendone l’accesso ai mercati, ai finanziamenti, alle catene di fornitura e alle risorse umane.

Le imprese svolgono un ruolo fondamentale nel sistema economico e sociale di un territorio, poiché sono responsabili della produzione di beni e servizi per

soddisfare i bisogni della comunità, innovare e trasferire il progresso tecnologico generando valore per quest'ultima. Le imprese sono a loro volta influenzate dall'ambiente in cui operano, e questo può rappresentare sia un vantaggio che un ostacolo per la loro capacità di creare valore condiviso. Per molto tempo il tema della sostenibilità è stato associato ad un costo non giustificato piuttosto che ad un maggiore ricavo, ma col tempo questa concezione è cambiata, poiché è cambiato il contesto all'interno del quale le imprese si trovano ad operare. Attraverso una visione a lungo termine e una gestione responsabile dei propri impatti, le esigenze di profitto a lungo termine possono essere bilanciate con quelle di sostenibilità.

Il tema della rendicontazione non finanziaria sta guadagnando sempre più importanza in Europa, e sempre più viene vista come un'opportunità rivolta alle imprese per misurare l'avanzamento della propria strategia di sostenibilità e per dare voce alle proprie politiche responsabili. L'accelerazione della regolamentazione sul reporting di sostenibilità intervenuta questi ultimi anni, si inserisce in un contesto economico sociale decisamente turbolento in cui le imprese si trovano in faticosa ripresa dopo il calo dovuto alla pandemia e si trovano ora a dover affrontare una crisi energetica senza precedenti. Nell'attuale scenario geo politico risulta urgente adottare delle strategie d'impresa di medio-lungo periodo basate su indicatori che misurino l'impatto ambientale, il rispetto dei valori sociali e gli aspetti di corretta gestione di una impresa. Ciò risulta necessario al fine di assicurare la resilienza delle imprese rispetto alla velocità dei cambiamenti che intervengono nel tempo.

1.2 Sostenibilità aziendale e Corporate Social Responsibility

La nozione di "sostenibilità aziendale", concetto cardine del capitalismo moderno, è stata formalizzata per la prima volta nel Rapporto di Brundtland delle Nazioni Unite, pubblicato nel 1987 dalla Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo. Secondo tale rapporto, lo sviluppo sostenibile è quello in grado di assicurare i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni. In questa prima versione, tale concetto è essenzialmente connesso alla salvaguardia dell'ambiente: questo spiega perché, parlando di sostenibilità l'attenzione è dapprima concentrata sugli aspetti ambientali, nonostante sia ad oggi condiviso come il tema non abbia a che fare solo

con quest'unica dimensione. A seguito dei primi interventi, si sono sviluppate delle forme di standardizzazione volontaria atte a supportare le imprese nel loro esercizio di trasparenza e rendicontazione di natura extra finanziaria, permettendo allo sviluppo sostenibile di affermarsi quale principio di diritto internazionale e contribuendo all'evoluzione del diritto internazionale.

Da quel momento, l'Europa ha inizialmente assunto posizione sul tema della sostenibilità attraverso l'emanazione del libro verde, ed il Global Compact dell'ONU, che ha portato nel 2015 alla definizione dei 17 *Sustainable Development Goals* (SDGs) e la fissazione di 169 target per il 2030. Sempre nel 2015, è stato siglato il primo accordo internazionale: la conferenza sul clima di Parigi (COP21). In questa occasione, 195 Paesi hanno sottoscritto un accordo vincolante di impegno per la prevenzione di cambiamenti climatici e di contenimento del riscaldamento globale al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali. Il risvolto economico di tale evento è stata una sempre maggiore richiesta di attenzione nei confronti dei temi di sostenibilità, e quindi ad una transizione verso una finanza più *green*, con *asset manager* e investitori istituzionali che sempre di più considerano anche le performance di sostenibilità delle società. Il tema ha assunto una tale rilevanza per cui non può più essere considerata una mera questione etica, ma può essere considerato un *driver* competitivo nel mercato, che richiede una gestione efficiente delle risorse naturali, finanziarie, umane e relazionali, allo scopo di generare valore con una prospettiva di medio lungo termine. Il successo è raggiunto mediante una corretta definizione degli obiettivi e delle strategie a lungo termine, tenendo in considerazione gli interessi di tutte le parti interessate.

1.2.1 Teoria degli shareholders e teoria degli stakeholders

La teoria degli stakeholders e la teoria degli shareholders sono state protagoniste di numerosi dibattiti riguardanti l'etica ed il rapporto tra le aziende e le loro comunità. Gli shareholders sono pagati dopo che tutte le pretese contrattuali nei confronti di altre parti interessate, come creditori, dipendenti, clienti, governo, sono state soddisfatte, mentre il termine stakeholders si riferisce a qualsiasi individuo o istituzione che possiede azioni della società, sia pubblicamente che privatamente.

Il filone manageriale, a seguito della prima nozione di responsabilità sociale intrapresa da Bowen ¹, ha approdato negli anni '70 del secolo scorso attorno alla visione neoclassica della *Shareholder Theory*. Nel 1970, Milton Friedman,

¹Bowen, Howard R., *Social Responsibilities of the Businessman*, 1953

il più famoso sostenitore di tale visione, nel suo articolo del New York Times intitolato “*The social responsibility of business is to increase its profits*” sostenne che l’unica responsabilità sociale dell’impresa era quella di aumentare i propri profitti attraverso l’utilizzo delle proprie risorse, rispettando le regole del gioco quindi assumendo l’onere di una competizione aperta e leale, senza frodi o inganni. In questo modo si oppose con forza all’idea che una società per azioni dovesse avere uno scopo ulteriore rispetto al profitto finanziario dei suoi azionisti. Questa teoria è connessa alla “teoria dell’agenzia” che si occupa della relazione tra un principale e un agente, che sorge quando la proprietà e il controllo di un’entità o di un’organizzazione sono separati. L’agente ha il dovere di rappresentare i migliori interessi del principale. Questa relazione è più chiara quando la leadership aziendale svolge il ruolo dell’agente e il ruolo del principale è rappresentato dagli azionisti di quella società. In questo caso, la società (in qualità di agente) ha il dovere di rappresentare gli interessi degli azionisti (l’entità principale). La teoria dell’agenzia sostiene che i problemi sorgono a causa di un conflitto di interessi tra l’*agent* e il *principal*, che può portare ad un abuso di potere da parte dell’agente.

Tuttavia, questa visione è cambiata nel tempo. In passato, l’etica d’impresa si limitava al rispetto volontario delle norme di comportamento oltre a quelle del mercato e del sistema legale. Oggi, invece, la *corporate social responsibility* (CSR), implica che l’impresa abbia la responsabilità di soddisfare le attese sociali, ambientali ed economiche dei portatori di interesse sia interni che esterni durante lo svolgimento delle sue attività. Tale impegno è considerato indispensabile per il raggiungimento dell’economicità dell’impresa.

La *corporate social responsibility* fonda le sue origini sul framework *Triple Bottom Line* (*People, Planet, Profit*), che incoraggia le imprese all’inclusione dei temi sociali e ambientali insieme a quelli economici nella reportistica di sostenibilità. Viene per la prima volta definita nel libro verde sulla responsabilità sociale delle imprese pubblicato nel 2001 dalla Commissione Europea² come “l’integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali e ambientali delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate”. Già in quegli anni risultava chiaro come questo tema rappresentasse un’opportunità per l’impresa per adottare comportamenti nella convinzione di ottenere dei risultati che potessero generare benefici e vantaggi a sé stessa e al contesto in cui opera. Più avanti, quando venne pubblicata la teoria dello *Shared Value*³, questa influenzò

²Si veda: [https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com\(2001\)366_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com(2001)366_it.pdf)

³Porter, M. E. and M. R. Kramer. 2011. *Creating shared value: How to reinvent capitalism*

l'evoluzione normativa, tanto che la Commissione Europea del 2011 definì la *corporate responsibility* come “*The responsibility of enterprises for their impacts on society*” [...] “*to fully meet their CR, enterprises should have in place a process to integrate social, environmental, ethical, human rights and consumer concerns into their business operations and core strategy in close collaboration with their stakeholders, with the aim of maximising the creation of shared value for their owners/shareholders and for their other stakeholders and society at large and, identifying, preventing and mitigating their possible adverse impacts*”⁴.

Il Codice di Corporate Governance⁵, così come modificato nel 2020, ha inserito un riferimento esplicito ai temi della sostenibilità, introducendo il concetto di “successo sostenibile” che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti tenendo conto degli interessi degli altri stakeholders rilevanti per la società, è un obiettivo di interesse dell'organo di amministrazione. Questo termine riflette la sfida tra l'obiettivo tradizionale di massimizzare il profitto e l'obiettivo di perseguire la sostenibilità, obiettivi che non sono sempre facilmente conciliabili e richiedono spesso scelte strategiche diverse.

In conclusione, la teoria degli azionisti sostiene che qualsiasi obiettivo al di là della semplice massimizzazione del valore delle azioni è antitetico allo scopo delle società: l'integrazione ESG sarebbe giustificata solo se si dimostrasse che aumenta il valore delle azioni, attraverso la mitigazione del rischio ed una maggiore esposizione alla distribuzione dei rendimenti degli investimenti. Quindi, sostiene l'idea che sia un dovere aziendale agire in relazione agli aspetti ambientali, sociali e di governance della propria attività non più di quanto richiesto dagli azionisti o di quanto sia finanziariamente redditizio. Sebbene il modello degli azionisti non sia in grado di soddisfare pienamente gli interessi di tutti gli stakeholders, è da precisare che sussistono alcuni problemi anche con quest'ultimo: la critica riguarda il fatto che, poiché i manager dovrebbero bilanciare gli interessi di tutti (altrimenti potrebbero gestire le società nel proprio interesse) e l'ottimizzazione simultanea di diversi obiettivi è difficile da controllare, la teoria degli stakeholders

and unleash a wave of innovation and growth, Harvard Business Review.

⁴<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0681:FIN:en:PDF>

⁵Quello che veniva precedentemente denominato “Codice di autodisciplina” è ad oggi chiamato “Codice di corporate governance” ed è destinato a tutte le società con azioni quotate sul mercato telematico azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Il Codice definisce il successo sostenibile l’*“obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholders rilevanti per la società.* Si veda: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

lascierebbe i manager irresponsabili. Parte della letteratura⁶ sostiene invece che la massimizzazione del valore dell'impresa si ottiene soddisfacendo gli interessi di tutti gli stakeholders, che risultano essere mezzo per raggiungere l'obiettivo finale della massimizzazione del valore per gli azionisti. Questa visione però non rileva che vi sono delle situazioni di conflitto tra interessi degli azionisti e diversi stakeholders e non è in grado di non valutare le esternalità che l'azienda può infliggere a quelli più distanti, come l'ambiente.

L'attenzione agli stakeholders è stata inclusa nel dibattito economico-giuridico, con riguardo al loro impatto sulle performance aziendali e finanziarie, nonché il loro ruolo nella gestione e mitigazione dei rischi aziendali, posto che gli investitori considerano sempre più la sostenibilità come un criterio chiave nelle loro decisioni di investimento. Ciò è dovuto non solo alla crescente sensibilità dei risparmiatori verso investimenti responsabili, ma anche alla percezione di un maggiore rischio associato alle imprese considerate "non sostenibili" rispetto agli obiettivi a medio e lungo termine degli investimenti.

1.3 I vantaggi della sostenibilità quale driver di valore aziendale

Un'azienda attenta alla sostenibilità ha un impatto positivo sulla società e sull'ambiente, al contempo tali pratiche hanno delle ripercussioni anche nel business aziendale. Sebbene alcune imprese potrebbero considerare queste tematiche solo come uno tra i molti oneri di conformità, molte hanno invece visto l'opportunità che possono portare. Questo paragrafo è dedicato indagare quali sono i criteri per la valutazione del posizionamento di sostenibilità aziendale e successivamente ad esaminare come la strategia di sostenibilità ed il valore aziendale interagiscono, da un duplice punto di vista: quello dell'investitore che intende incorporare le scelte di sostenibilità nelle proprie decisioni di investimento e quello delle aziende che valutano gli effetti che queste hanno sul business. L'impegno nei temi della sostenibilità è moralmente corretto ma dovrebbe essere anche conveniente, quindi generare effetti positivi su vari fronti agendo come leva per il valore complessivo: l'approccio più efficace per indurre le aziende a comportarsi in modo socialmente responsabile, del resto, è quello di far loro capire che agendo in tal modo stanno facendo i loro migliori interessi finanziari. In letteratura, molti studi si sono con-

⁶Jensen, Michael C., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, 2002

centrati sulla relazione tra le aziende sostenibili e la loro performance finanziaria: l'approccio tipico in questa letteratura è quello di regredire le misure di *corporate financial performance* su misure di *corporate social responsibility*. Tuttavia, le conclusioni risultanti sono state tutt'altro che unanimesi: i risultati inconcludenti possono essere attribuiti a problematiche legate al metodo impiegato, a problemi di misurazione, alla selezione del campione o al mancato controllo per fattori rilevanti. Nei primi contributi, si dava per scontato che gli investimenti ambientali o le attività di responsabilità sociale che superano gli standard minimi legalmente vincolanti comporteranno costi aggiuntivi e quindi ridurre il valore dell'impresa⁷. Radicata nella teoria neoclassica, l'ideologia iniziale era che la relazione tra impegno in ESG e performance finanziaria fosse uniformemente negativa. Al contrario, contributi più recenti hanno sostenuto che come un impegno e una propensione verso la sostenibilità ambientale comporti vantaggi economici abbattendo soprattutto il costo del capitale. Nell'ambito della teoria degli stakeholder⁸, può essere ipotizzato che un comportamento socialmente responsabile possa soddisfare meglio gli interessi delle parti interessate non proprietarie (ad esempio, debitori, dipendenti, clienti e istituzioni). Nonostante il dibattito accademico, nel corso degli ultimi due decenni molte aziende hanno intensificato i loro sforzi per rendicontare le questioni ESG al fine di legittimare il loro comportamento e migliorare la loro reputazione. Come risultato, alla sostenibilità aziendale si riconosce ad oggi un ruolo strategico, in quanto funzionale ad ottimizzare la strategia d'impresa, migliorando la gestione dei rischi, il risparmio di costi, l'accesso agli investimenti. Nonostante i fattori ESG siano difficili da misurare in termini monetari, l'adozione di un approccio orientato al "fare del bene" è in grado di influenzare i driver di valore di un'azienda generando effetti positivi sul business e sui mercati finanziari.

Il primo problema in sede di valutazione dell'impatto delle informazioni ESG sulla performance aziendale è definire cosa si intende con tale terminologia, posto che la responsabilità sociale è da sempre stata una questione affetta da soggettività a differenza delle misure finanziarie per cui esistono numeri certi a sostegno della loro definizione. Dopo di che risulta necessario comprendere quali sono i fattori determinanti del valore aziendale. I quattro principali *driver* che impattano sul valore sono:

1. La crescita: l'importanza del tasso di crescita risiede nel fatto che, mantenendo costanti gli altri fattori, le aziende con ritmi di crescita più elevati

⁷Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, 1970

⁸Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, 1984

conseguono valutazioni aziendali superiori. Una migliore performance di sostenibilità può quindi aumentare il margine operativo impattando positivamente sui ricavi, diminuendo le spese operative o riducendo i costi normativi e legali. Il tasso annuo di crescita dei ricavi, misurato come variazione dei ricavi di un esercizio rispetto all'esercizio precedente, mostra la capacità dell'impresa di investire in eccesso rispetto ai propri ammortamenti, quindi aumentare il proprio attivo investito in modo da produrre beni e servizi ed incrementare il fatturato e gli utili. Questo tasso insieme al tasso di crescita dell'utile operativo o dell'utile netto, sono le misure più adeguate a rappresentare di questo impatto. Contribuisce all'impatto anche l'attrazione e la fidelizzazione del cliente, la produttività dei dipendenti che si traduce in un minor *turnover* o un miglior indice di soddisfazione. Una maggior sostenibilità può riflettersi in un rafforzamento del potere del marchio, migliorandone la reputazione e le relazioni con clienti e fornitori. Nonostante questo impegno possa comportare un aumento delle spese operative nel breve periodo, il beneficio sull'efficienza della struttura dei costi dovrebbe essere apprezzato nel lungo periodo, consentendo di ottenere margini invariati o addirittura superiori. Infine, contribuendo alla creazione di valore per la comunità l'azienda riduce al minimo la possibilità di uno scandalo o di un evento catastrofico che potrebbe mettere a rischio il suo modello di business;

2. La redditività: la sostenibilità può impattare sulla redditività del capitale proprio misurata dal ROE, quindi la capacità dell'azienda di attrarre capitali e di realizzare profitto in relazione all'investimento degli azionisti; Inoltre una misura della performance operativa è il ROA, che misura il rendimento delle risorse investite in azienda indipendentemente dai costi sostenuti e dalla modalità di finanziamento della stessa. Il ROA fornisce una buona indicazione dell'effettiva capacità di un'impresa di generare rendimenti attraverso l'utilizzo di tutte le attività produttive (attrezzature, avviamento, attività immateriali) senza considerare la struttura finanziaria dell'impresa;
3. L'efficienza degli investimenti: la crescita dei ricavi deve essere sostenuta mediante investimenti in risorse necessarie per produrre tali beni e servizi. Gli utili sono reinvestiti in impianti e attrezzature o in capitale circolante, le spese per la ricerca e lo sviluppo, le acquisizioni di altre società. L'efficienza degli investimenti viene misurata sulla base dei reinvestimenti necessari ad

ottenere un certo aumento previsto dei ricavi. In un contesto di crescita costante, le aziende con maggiori esigenze di reinvestimento si ritrovano con una disponibilità di liquidità inferiore, riducendo così il flusso di cassa e conseguentemente il valore complessivo dell'azienda, mentre le aziende che destinano una frazione più modesta dei loro guadagni a essere reinvestita nell'attività potrebbero raggiungere tassi di crescita più accelerati, determinando quindi un incremento del valore aziendale. Operando sull'assunzione che gli utili mantenuti internamente all'azienda siano generalmente reinvestiti, il tasso di ritenzione (cioè l'unità meno il rapporto di distribuzione dei dividendi) potrebbe fungere da valido indicatore del tasso di reinvestimento. In generale, le aziende impegnate per la sostenibilità possono permettersi di investire in maniera più efficiente rispetto alle aziende che non lo fanno: ad esempio, in salari più alti per i propri dipendenti e nel loro benessere, venendo ripagate con un minor *turnover* dei dipendenti ed una maggior motivazione a lavorare in modo più efficiente per ottenere risultati migliori. Ed ancora, possono cercare fornitori che rispettino un determinato codice sociale può comportare costi nel breve periodo per gli input più elevati, ma l'impresa otterrà un vantaggio competitivo se questi sono di qualità superiore;

4. Il rischio: per un'impresa in continuità, il rischio sopportato è quello operativo, che concerne l'incertezza sui ricavi e sul reddito operativo futuri. Le imprese che dimostrano di essere sostenibili solitamente presentano un rischio operativo inferiore, contribuendo a raggiungere un livello ottimale di leva finanziaria più elevato e quindi un livello di rischiosità inferiore. Tale rischiosità è catturata dal costo del capitale. Esiste anche il rischio che l'azienda non riesca a sopravvivere come impresa in attività, rischio che è più elevato all'inizio e alla fine del ciclo di vita dell'azienda. Poiché il valore di un'impresa deriva dai flussi di cassa attesi che può generare nel tempo, attualizzati a un tasso di sconto "adeguato al rischio", quando il costo del capitale aumenta, il valore dell'impresa diminuisce. Anche il rischio di fallimento porta a un valore più basso. Solitamente il costo medio ponderato del capitale di debito e dell'*equity* (WACC) viene utilizzato come *proxy* della rischiosità della struttura finanziaria: il primo è il costo che la società deve sostenere per finanziarsi sotto forma di crediti e prestiti o di emissione di debito ed è calcolato come media ponderata dei tassi di interesse delle passività finanziarie. Il secondo riguarda il rendimento dovuto agli azio-

nisti per la liquidità da essi dovuta. L'investimento in aziende in fase di transizione comporta una riduzione della probabilità di insolvenza e, allo stesso tempo, influisce positivamente sulla loro reputazione creditizia. Se gli investitori sono attenti alla responsabilità sociale, questi indirizzeranno il loro denaro verso le aziende virtuose, abbassandone il costo del capitale proprio; i finanziatori saranno disposti a fornire condizioni agevolate, ed i governi potranno offrire prestiti a condizioni migliori, abbassandone il costo del debito.

1.4 Nozione e sviluppo della finanza sostenibile

Il compito principale del sistema finanziario è quello di allocare i finanziamenti ad uso più produttivo. La finanza quindi può svolgere un ruolo di primaria importanza nell'allocazione degli investimenti verso società e progetti sostenibili. La "finanza sostenibile" esamina il modo in cui la finanza tradizionale interagisce con le questioni economiche, sociali e ambientali, e può quindi aiutare a prendere decisioni strategiche sui *trade-off* tra obiettivi sostenibili. Anche gli investitori possono esercitare un'influenza sulle società in cui investono. In particolare, gli investitori nel lungo termine possono spingere le aziende verso pratiche commerciali più sostenibili. La finanza serve proprio a "prezzare" il rischio ai fini della valutazione e può quindi aiutare ad affrontare l'incertezza intrinseca sulle questioni ambientali. Finanza e sostenibilità, in quest'ottica, guardano entrambe al futuro. L'affermazione del concetto di finanza sostenibile non ha seguito le stesse tempistiche di quella dello sviluppo sostenibile, la cui idea ha avuto slancio a seguito dell'accordo di Parigi nel 2015⁹. Nel contesto europeo infatti, è stato attribuito un importante ruolo al sistema finanziario data l'insufficienza delle

⁹Questa è stata un'importante tappa poichè in quest'occasione i governi dei 193 Paesi membri dell'Organizzazione delle Nazioni Unite hanno sottoscritto l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile che rappresenta uno strumento di sensibilizzazione verso un atteggiamento lungimirante dal punto di vista sociale ed economico, richiedendo un cambiamento comportamentale congiunto da parte di tutti gli Stati aderenti. Seppure gli Standard Development Goals, in quest'occasione pubblicati, possano apparire difficilmente declinabili in azioni concrete per le aziende, in realtà essi hanno identificato in maniera chiara e intuitiva le sfide emergenti nella società e nel mercato, lasciando libertà alle organizzazioni di tradurre tali sfide in indirizzi applicativi concreti che tengano conto del loro livello di maturità, del settore e del contesto in cui esse vivono ed operano. Sebbene l'Agenda appena citata includa un obiettivo che si riferisce a profili macroeconomici, questa non assegna un'importanza esplicita al sistema finanziario, ma riconosce chiaramente che gli investimenti sono il motore dello sviluppo sostenibile attraverso l'obiettivo numero 8: "Promuovere una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, la piena occupazione e il lavoro dignitoso per tutti"

risorse pubbliche destinabili alla transizione ecologica. Nel 2016 poi, la stessa Commissione europea ha eletto un gruppo di esperti (*High Level Expert Group*) per redigere un progetto di riforma della regolamentazione finanziaria finalizzato al raggiungimento delle ambizioni indicate nella sua relazione ¹⁰, in cui indica come la finanza sostenibile abbia ad obiettivo quello di migliorare il contributo alla crescita e rafforzare la stabilità finanziaria integrando i fattori ESG nel processo decisionale di investimento. Gli strumenti affinché ciò possa avvenire nel concreto sono la diffusione di pratiche di mercato, la realizzazione prodotti finanziari e la predisposizione di quadri politici a cui fare riferimento. Sulle stesse orme, anche la Commissione Europea definisce “sostenibile” la finanza che considera i fattori ambientali e sociali nel processo decisionale di investimento, grazie anche ad una oculata governance.

I processi decisionali di cui sopra si riferiscono alla creazione di valore finanziario nel breve e nel lungo termine ed alla riorganizzazione dei processi di produzione e consumo, basati su fattori di produzione che includono, oltre al capitale finanziario, il capitale naturale e quello sociale, ovvero che siano non più “lineari” ma “circolari”. Affinché possano essere assunte decisioni in tale direzione è fondamentale che nel mercato siano disponibili molte informazioni in tema di rischi ESG delle attività produttive e finanziarie sotto forma di dati, informazioni, metriche e modelli di analisi adeguati per la misurazione e la rappresentazione delle performance di sostenibilità di attività economiche e finanziarie.

1.4.1 La finanza sostenibile come nuovo obiettivo della regolamentazione finanziaria

In che modo il sistema finanziario può facilitare il processo decisionale nei *trade-off* tra obiettivi economici, sociali e ambientali? Le funzioni del sistema finanziario sono quelle di produrre informazioni *ex ante* sui possibili investimenti per l’allocazione di capitale, monitorare gli investimenti ed esercitare il controllo societario dopo aver fornito i finanziamenti, facilitare la negoziazione, la diversificazione e la gestione del rischio, mobilitare e risparmiare denaro e facilitare lo scambio di beni e servizi. Il settore finanziario può quindi svolgere un ruolo di primo piano nella

¹⁰Il gruppo di esperti dell’*High Level Expert Group* ha pubblicato nel 2017 un rapporto contenente delle linee guida per lo sviluppo della finanza sostenibile in Europa allo scopo di indirizzare i mercati dei capitali europei verso il finanziamento di progetti che promuovano una crescita economica sostenibile. Nel 2018 è stato poi pubblicato il loro rapporto finale con le raccomandazioni rivolte alla Commissione Europea: sulla base di questo documento, la Commissione Europea ha sviluppato il Piano d’azione sulla finanza sostenibile.

transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più circolare, ed il finanziamento delle imprese è un requisito per queste affinché possano raggiungere obiettivi sostenibili. Se il settore finanziario sceglie di indirizzare i fondi verso le imprese *green* che cercano di avere un impatto positivo sull'ambiente, questo può contribuire ad accelerarne la transizione. Anche gli investitori possono influenzare le società in cui investono, indirizzandole verso pratiche commerciali sostenibili. Per essere supportate in questo processo, le imprese necessitano di normative chiare e di un framework di riferimento a cui rifarsi. La regolamentazione finanziaria ha assunto un ruolo chiave nella promozione della finanza sostenibile, come dimostra l'intervento dell'Unione Europea che ha recentemente rivisto i regolamenti finanziari per integrare queste idee nei documenti che le aziende sono tenute a pubblicare. L'Unione Europea si sta concentrando sul rafforzamento degli aspetti ESG nel settore finanziario, sperando che ciò porterà a maggiori investimenti a lungo termine in attività economiche sostenibili. L'intero *corpus* del regolamento finanziario europeo sta attraversando una fase di revisione finalizzata a indirizzare le istituzioni finanziarie e gli investitori verso la finanza sostenibile e fornire il proprio contributo per la transizione. In questa sezione del lavoro, si vuol riflettere se la regolamentazione sulla sostenibilità debba essere considerata un obiettivo politico "autonomo" dell'Unione Europea piuttosto che "di supporto" alla regolamentazione finanziaria. Un obiettivo politico può definirsi "autonomo" se senza di questo non riescono a spiegarsi alcune regole della regolamentazione finanziaria, ovvero se le norme finanziarie sono state implementate solo per raggiungere l'obiettivo di promuovere la finanza sostenibile. Tuttavia, se queste norme possono essere spiegate anche in termini di altri obiettivi politici, allora la finanza sostenibile sarebbe considerata come un obiettivo politico solo "di supporto", fornendo contributo al perfezionamento delle misure destinate ad altri obiettivi politici.

1.4.2 Obiettivi della regolamentazione finanziaria e dello sviluppo sostenibile

Al fine di determinare se gli obiettivi della regolamentazione di sostenibilità possono essere considerati come a sé stanti o a sostegno della regolamentazione finanziaria tradizionale, risulta importante innanzitutto comprendere quali sono i primi, quali sono i secondi, e come si relazionano i due. Gli obiettivi della regolamentazione finanziaria sono tre: rafforzare la stabilità, migliorare l'integrità del mercato e tutelare i consumatori ¹¹. La stabilità del mercato finanziario è essenziale per ridurre il rischio sistemico che potrebbe comportare una perdita di valore economico, incertezza ed avere risvolti negativi sull'economia reale. L'integrità del mercato comprende tre elementi: parità di accesso all'informazione e alla sua efficacia, *fair play* nel mercato e prevenzione di comportamenti socialmente indesiderabili. Il primo elemento implica che tutte le informazioni rilevanti debbano essere disponibili per tutti i partecipanti al mercato, il secondo che il mercato non deve essere manipolato: le regole sulla trasparenza sono essenziali per evitare che i partecipanti al mercato dispongano di informazioni che altri possono sfruttare a proprio vantaggio e garantire così la qualità dell'informazione. La terza componente è prevenire atti dannosi per la società, come il riciclaggio di denaro, il finanziamento del terrorismo o l'evasione fiscale. Infine, pur non facendo parte degli obiettivi specifici della regolamentazione finanziaria, la protezione dei consumatori è vista come un diritto fondamentale e un obiettivo comune delle politiche e delle attività dell'Unione Europea ¹².

Gli obiettivi della finanza sostenibile sono stati identificati per la prima volta nella relazione finale dell' *High Level Expert Group* e poi perfezionati nel Piano d'azione del 2018, interamente dedicato alla finanza sostenibile, che ha utilizzato formulazioni differenti per esprimere gli stessi concetti. Il primo obiettivo identificato è quello di migliorare il contributo del settore finanziario alla crescita inclusiva e sostenibile e alla mitigazione dei cambiamenti climatici, o, volendo riprendere le parole utilizzate dal Piano d'azione "*riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili al fine di raggiungere una crescita sostenibile e*

¹¹La stabilità e l'integrità del sistema finanziario sono principi sanciti dalla Direttiva 2013/36/UE, meglio conosciuta come CRD IV. La protezione dei consumatori, o meglio degli investitori, è invece, obiettivo della 2014/65/EU (MiFID II). Altri obiettivi, come la crescita economica, l'innovazione o l'efficienza sono da considerarsi generici e non specifici della regolamentazione finanziaria.

¹²Molte normative tra cui la MiFid II, hanno lo scopo di proteggere gli utenti dei servizi finanziari, poiché questi servizi possono essere complessi e spesso comportano asimmetrie informative tra partecipanti al mercato e consumatori.

inclusiva". Quindi, la finanza sostenibile mira a indirizzare l'allocazione delle risorse finanziarie verso investimenti sostenibili e ridurre gli impatti ambientali e sociali negativi degli investimenti finanziari. Il secondo obiettivo è quello di "rafforzare la stabilità finanziaria integrando i fattori ESG nel processo decisionale di investimento", in linea con l'obiettivo tradizionale della stabilità finanziaria, poiché l'integrazione dei rischi ESG nelle decisioni di investimento può migliorare la valutazione dei rischi finanziari correlati. Inoltre, incorporare i rischi ESG nel processo decisionale può anche allineare meglio i profili di rischio dei clienti con le loro decisioni di investimento. Il piano d'azione per la finanza sostenibile ha aggiunto a questi due originari, un terzo obiettivo, volto a promuovere la "trasparenza e del lungo termine nell'attività finanziaria ed economica". La trasparenza svolge un ruolo importante nell'eliminare le asimmetrie informative ed è spesso vista come un mezzo per promuovere la protezione dei consumatori e l'integrità del mercato. Inoltre, la promozione di risultati finanziari a lungo termine può essere intesa come la creazione di un ambiente in cui questo tipo di investimenti è incoraggiato, in cui siano applicate regole di investimento responsabile e siano diffusi strumenti finanziari adeguati. Infatti, un investitore con una strategia di investimento a lungo termine è spesso più interessato ai fattori ESG e al rischio rispetto a un investitore che mira a rendimenti a breve termine.

Nonostante il crescente interesse per la sostenibilità, molti investitori continuano ad investire in prodotti tradizionali non sostenibili a causa della mancanza di conoscenza o di fiducia nei prodotti ESG, o perché tali prodotti non sono ancora sufficientemente disponibili sul mercato. Tuttavia, le misure di trasparenza sulla sostenibilità adottate dall'Unione Europea hanno favorito decisioni di investimento più informate, consentendo agli investitori di preferire prodotti sostenibili in linea con le loro preferenze. Ciò contribuisce agli obiettivi di finanza sostenibile dell'UE, garantendo al contempo l'efficienza informativa e promuovendo l'integrità del mercato e la tutela degli investitori. L'aumento dei requisiti di divulgazione delle metriche ESG rappresenta un incentivo per le aziende a migliorare il loro profilo ESG, poiché ciò può innescare una competizione reputazionale tra le aziende che vogliono essere viste in buona luce sul mercato. Ciò si traduce in una maggiore consapevolezza e responsabilità ambientale e sociale delle aziende, nonché in una maggiore disponibilità di prodotti sostenibili sul mercato.

Gli obiettivi della regolamentazione sulla sostenibilità sono volti in primo luogo a migliorare la protezione degli investitori e l'integrità del mercato dei prodotti e dei servizi ESG al fine di riorientare i flussi di capitale verso progetti sosteni-

bili e contribuire alla realizzazione degli obiettivi europei di finanza sostenibile. In secondo luogo, creare un incentivo per le aziende a migliorare il loro profilo ESG e persino innescare una “competizione reputazionale” tra le aziende che desiderano essere percepite in modo positivo nel mercato. Tuttavia, è importante sottolineare che la maggiore trasparenza non produrrà direttamente i risultati sopra descritti nel caso in cui gli investitori non dimostrino interesse per gli investimenti sostenibili, in quanto l’implementazione di misure di trasparenza sui fattori di sostenibilità non avrà alcuna influenza sui flussi di capitale. Di conseguenza, le aziende non saranno indotte a sviluppare strategie sostenibili a lungo termine. Sebbene le misure di trasparenza rappresentino un passo importante verso l’obiettivo di finanza sostenibile dell’UE, il loro impatto dipenderà dalla presenza di un numero sufficiente di investitori interessati a questi temi e dal beneficio economico percepito dalle aziende nell’adozione di una strategia sostenibile a lungo termine. Da quando la Commissione Europea ha adottato il Piano d’azione per la finanza sostenibile nel 2018, molti nuovi regolamenti e modifiche sono stati adottati allo scopo di integrare la finanza sostenibile nel regolamento finanziario. In base a quanto esposto finora, per a come sono stati formulati, il primo obiettivo della finanza sostenibile che consiste nella ridirezione dei flussi di capitali verso investimenti che promuovano la sostenibilità, può considerarsi potenzialmente autonomo rispetto agli altri obiettivi della regolazione finanziaria. Gli altri due obiettivi, invece, che si concentrano sulla gestione dei rischi finanziari associati a fattori ambientali e sociali e sulla promozione della trasparenza e sulla lungimiranza nelle attività economiche e finanziarie, sono da considerarsi come ausiliari del primo obiettivo o comunque, degli obiettivi tradizionali della regolamentazione finanziaria. Ne deriva che l’obiettivo della finanza sostenibile non è attualmente qualificabile come un obiettivo autonomo, senza il quale alcune regole della regolamentazione finanziaria non possono essere spiegate. In conclusione, così come la stabilità, l’integrità del mercato e la tutela dei consumatori sono strumenti per realizzare un’economia più equa ed efficiente al servizio della crescita economica, la finanza sostenibile non può considerarsi fine a se stessa ma invece uno strumento al servizio di un’economia più sostenibile. Le nuove misure possono essere inquadrare all’interno degli obiettivi tradizionali della regolamentazione finanziaria: stabilità, integrità del mercato e tutela del consumatore, e possono spiegarsi senza fare riferimento diretto alla finanza sostenibile.

Capitolo 2

Disclosure di sostenibilità: framework normativo europeo

2.1 Origini ed evoluzione della regolamentazione europea sulla reportistica di sostenibilità

La comunicazione di informazioni sulla sostenibilità è una prassi che si sostanzia nella cosiddetta “comunicazione non finanziaria”. Per qualsiasi organizzazione economica, tale strumento è finalizzato a definirne gli obiettivi di medio e lungo termine, guidarne lo sviluppo sostenibile ma è altrettanto importante al fine di misurare con continuità la distanza rispetto a questi obiettivi e la coerenza delle azioni intraprese. Nell’ultimo decennio, l’idea di creare un’economia più sostenibile ha acquisito sempre più importanza e la consapevolezza dei legislatori sull’importanza di agire per raggiungere questo obiettivo ha portato a cercare modi per utilizzare la legge in favore di un cambiamento in questa direzione. Attraverso la rendicontazione le imprese possono comunicare all’esterno le loro performance sia ambientali e sociali che economico-finanziarie fornendo informazioni utili sia agli investitori, ma anche alle altre parti interessate come i dipendenti, i fornitori, i clienti e la comunità in cui l’impresa opera. Tra gli obiettivi dell’Unione Europea, vi è la promozione della transizione verso un’economia sostenibile mediante la predisposizione di una normativa sulla rendicontazione volta a catturare la relazione tra la performance non finanziaria e quella finanziaria. Tale connubio consente agli operatori di mercato del settore finanziario di valutare come l’impre-

sa gestisce le questioni di sostenibilità e di esercitare una maggiore pressione per un comportamento aziendale responsabile ed è allo stesso tempo uno strumento essenziale per consentire l'adeguata valutazione della creazione di valore a lungo termine delle imprese e la loro gestione dei rischi di sostenibilità.

In assenza di una regolamentazione specifica, le imprese avrebbero piena arbitrarietà nella divulgazione di informazioni, alimentando così il fenomeno del *greenwashing*, con conseguenza un'elevata attenzione unicamente alla sfera economico-finanziaria. Per contrastare tale fenomeno, la comunicazione ESG è considerato uno strumento essenziale: per un'economia veramente sostenibile, i risultati finanziari devono essere sempre più legati ai risultati ambientali e sociali e ad una visione a lungo termine che tenga conto di questo nuovo modello economico "sostenibile" per le future generazioni. Una maggiore trasparenza ESG favorisce una maggior protezione degli investitori, l'integrità del mercato dei prodotti e servizi sostenibili, ed un riorientamento i flussi di capitale verso progetti sostenibili, contribuendo così alla realizzazione degli indirizzi europei.

L'obiettivo di promozione della sostenibilità è stato sancito nella Costituzione dell'Unione europea sin dal Trattato di Maastricht del 1992. L'attuale versione del Trattato sul funzionamento sull'Unione Europea¹ ha ulteriormente rafforzato gli obiettivi di sostenibilità, prevedendo l'integrazione della tutela dell'ambiente nella definizione e nell'attuazione delle politiche e delle azioni dell'Unione Europea stessa. L'integrazione di tali obiettivi ha richiesto parecchio tempo, tanto che solo nel 2014 la Commissione ha riconosciuto come le istituzioni finanziarie abbiano il potere di influenzare le decisioni di investimento, portando alla pubblicazione della Direttiva 2014/95/UE sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario. A seguito, l'anno 2015 risulta essere una fase importante della cooperazione internazionale: i governi dei 193 Paesi membri dell'Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU) hanno in questa sede sottoscritto l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, che con i suoi 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (*SDG - Sustainability Development Goals*), rappresenta uno strumento di sensibilizzazione verso un atteggiamento lungimirante dal punto di vista sociale ed economico, che richiede un cambiamento comportamentale congiunto da parte di tutti gli Stati. Seppure gli SDGs possano apparire difficilmente declinabili in azioni concrete, in realtà essi hanno identificato in maniera chiara e intuitiva le sfide emergenti nella società e nel mercato, lasciando libertà alle organizzazioni di tradurre tali sfide in indirizzi applicativi concreti che tengano

¹<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12012E/TXT:it:PDF>

conto del loro livello di maturità, del settore e del contesto tipico di ciascuna. Sul clima, sempre nel 2015 con l'Accordo di Parigi gli Stati membri hanno siglato il loro impegno a mantenere l'incremento della temperatura media globale rispetto ai livelli pre-industriali al di sotto dei 2 °C e preferibilmente a 1,5°C. L'Unione Europea, sottoscrivendo questi due accordi ha posto al centro delle proprie politiche la sostenibilità, dando una chiara priorità alle azioni per il contrasto e la mitigazione dei cambiamenti climatici. Nel 2016 la Commissione Europea ha eletto un gruppo di esperti (*High Level Expert Group*) per redigere un progetto di riforma della regolamentazione finanziaria finalizzato al raggiungimento delle ambizioni indicate nella sua relazione ². Sulla base dell'impegno assunto dall'Unione Europea, è stato lanciato nel 2018 il Piano d'azione sulla finanza sostenibile, finalizzato a reindirizzare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili e gestire i relativi rischi finanziari. L'impegno è stato rafforzato nel tempo, ad esempio con il Green Deal europeo del 2019 è stata definita una serie di iniziative legislative e di investimenti per raggiungere in concreto la neutralità climatica nel 2050, ed ancora, durante la gestione dell'emergenza pandemica oltre un terzo degli investimenti dei fondi del nuovo piano Next Generation EU è stato destinato agli obiettivi ambientali del Green Deal. Un ulteriore ed importante passo è stato il Regolamento Tassonomia 2020/852, il quale ha introdotto un quadro concettuale univoco e ha sviluppato una Tassonomia che stabilisce i requisiti necessari per considerare un'attività "ambientalmente sostenibile". Oltre alle definizioni, sono state elaborate nelle misure di orientamento comportamentale per le aziende, che mirano a promuovere la trasparenza e quindi ridurre o eliminare le asimmetrie informative. La Direttiva 2014/95/UE sulla comunicazione di informazioni non finanziarie (NFRD) ha introdotto i primi obblighi di informativa in materia di sostenibilità per le grandi imprese relativi all'ambiente, alla società, ai dipendenti, ai diritti umani e alla corruzione. Tuttavia, questa è stata sostituita dalla *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), che oltre ad estenderne l'ambito di applicazione, adegua la terminologia al regolamento sulla Tassonomia. Infine, al di là del perimetro europeo, di recente in molti Paesi la tutela dell'ambiente, della biodiversità e degli ecosistemi, anche nell'interesse delle future generazioni, è stata elevata a principio fondamentale della Costituzione. Nella Costituzione

²Il gruppo di esperti dell'*High Level Expert Group* ha pubblicato nel 2017 un rapporto contenente delle linee guida per lo sviluppo della finanza sostenibile in Europa allo scopo di indirizzare i mercati dei capitali europei verso il finanziamento di progetti che promuovano una crescita economica sostenibile. Nel 2018 è poi stato pubblicato un rapporto finale con le raccomandazioni rivolte alla Commissione Europea: sulla base di questo documento, ha sviluppato il Piano d'azione sulla finanza sostenibile.

italiana, la modifica dell'articolo 9, ha avuto un riflesso diretto sull'articolo 41 in materia di esercizio dell'iniziativa economica, che d'ora in poi non può più essere svolta a danno della salute e dell'ambiente ma deve tenere in considerazione la sostenibilità delle attività produttive e il rispetto degli equilibri naturali.

2.2 Non Financial Reporting Directive

La Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio è entrata in vigore il 6 dicembre 2014 ed è nota come Non Financial Reporting Directive (NFRD). La NFRD ha introdotto nella direttiva contabile l'obbligo di redigere una dichiarazione di carattere non finanziario (DNF) e una eventuale dichiarazione consolidata di carattere non finanziario contenenti "informazioni sociali e ambientali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione attiva e passiva. La dichiarazione dovrebbe comprendere la descrizione delle politiche applicate in materia". La sua adozione è stata finalizzata ad armonizzare a livello europeo le regole di rendicontazione sulla sostenibilità, con l'obiettivo di imporre alle imprese con più di 500 dipendenti l'obbligo di comunicare in modo coerente e compatibile i propri dati e le informazioni non finanziarie. In Italia, la direttiva è stata approvata con il Decreto Legislativo 30 dicembre 2016, n. 254. Già prima dell'adozione del decreto non mancavano in Italia degli strumenti di rendicontazione della sostenibilità, ma a seguito dell'introduzione di tale normativa si è assistito ad una diffusione esponenziale di tali pratiche. In sostanza è richiesto alle imprese destinatarie di fornire al mercato una descrizione del modello aziendale di gestione ed organizzazione delle attività, un'informativa circa la propria politica ambientale, e informazioni in merito all'utilizzo di risorse energetiche rinnovabili e non rinnovabili, all'impiego di risorse idriche, alle emissioni di gas ad effetto serra ed inquinanti in atmosfera. Ad essa si riconosce dunque un ruolo strategico, di ottimizzazione della strategia d'impresa, di miglioramento della gestione dei rischi, del risparmio di costi, e per agevolare l'accesso agli investimenti. La rendicontazione richiesta da questa direttiva è però contraddistinta da forti elementi di disomogeneità a livello metodologico: ne risulta che i documenti redatti dalle aziende si differenziano per i modelli e gli approcci adottati per la definizione della strategia nelle diverse dimensioni della sostenibilità. Nonostante i riferimenti a standard e metodi condivisi, i documenti prodotti mantengono una notevole diversità nella denominazione, nella struttura, nei contenuti, nelle modalità di ricorso a informazioni qualitative e quantitativa-

ve, nella collocazione separata o integrata all'interno dell'informativa finanziaria aziendale, nella veste grafica e nell'attività di revisione. La NFRD stabilisce solo un quadro generale senza includere dettagli su cosa e come le questioni devono essere segnalate all'esterno. La prima forma di carenze dell'approccio adottato dalla NFRD riguarda la quantità e la qualità delle informazioni, che risultano essere non sufficientemente comparabili o affidabili, talvolta non corrispondenti a quelle necessarie agli utenti. Talvolta le informazioni sono complicate da trovare nei documenti ed inoltre, spesso accade che alcune organizzazioni non riferiscono affatto su alcuni temi. Complessivamente, vi è una generale consapevolezza che le imprese che hanno fin'ora pubblicato sulla base della NFRD hanno prodotto informazioni in gran parte insufficienti sia per gli investitori, sia per le altre parti interessate che invece presentano un interesse in merito l'impatto che le imprese hanno sulle persone e sull'ambiente. Sebbene l'ingresso della NFRD ha rappresentato un passo fondamentale nella creazione di un quadro comune per la rendicontazione sulla sostenibilità, con la sua introduzione ci si è accorti della necessaria adozione anche di standard e di metodologie condivise e comuni per garantire la comparabilità dei dati e delle informazioni non finanziarie comunicate dalle imprese. L'armonizzazione a livello europeo della rendicontazione è indispensabile per assicurare una adeguata trasparenza nei confronti di investitori e stakeholders, per incrementare gli investimenti consapevoli, ma soprattutto per coordinare gli obblighi di trasparenza che gravano su sui partecipanti al mercato finanziario con la finanza sostenibile. Nell'ambito del Green Deal, la Commissione ha rivisto la versione della NFRD del 2014 con l'intenzione di garantire agli investitori, alla società e alle altre parti interessate le informazioni di cui hanno bisogno. Il primo aggiustamento riguarda delle linee guida non vincolanti pubblicate dalla Commissione nel 2017 ³per fornire maggiori dettagli sulla redazione delle dichiarazioni, seguite dalla pubblicazione nel 2019 di ulteriori linee guida sulla comunicazione delle informazioni relative al clima, che integrano le raccomandazioni formulate dalla Task Force on Climate Related Financial Disclosures del Financial Stability Board⁴.

³https://www.improntaetica.org/wp-content/uploads/2017/07/GUCE-linee-guida_italiano-1.pdf

⁴[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01))

2.3 La strategia europea per la finanza sostenibile

Il 25 settembre 2015, l'Assemblea Generale delle Nazioni Unite ha approvato il programma d'azione Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile da raggiungere in ambito ambientale, economico, sociale e istituzionale entro il 2030. In coerenza con il ruolo decisivo svolto dall'Unione europea, quest'ultima ha assunto l'impegno di guidarne anche la fase di attuazione, mediante l'integrazione degli obiettivi di sviluppo sostenibile nelle politiche europee. Nello stesso anno, la Commissione Europea, sottoscrivendo gli Accordi di Parigi, ha concordato sulla necessità di raggiungere, entro il 2030, obiettivi in termini di riduzione dei gas serra rispetto ai livelli del 1990, percentuale di fabbisogno energetico soddisfatto attraverso fonti rinnovabili e miglioramento dell'efficienza energetica rispetto al 1990. Già partire dal 2001, anno in cui è stata pubblicata la Strategia dell'Unione Europea per lo sviluppo sostenibile⁵, l'Unione europea ha inteso assumere una posizione di leader globale nella transizione. Gli interventi sono culminati nel 2019 nel Green Deal Europeo, la strategia che l'Europa si è data per modificare profondamente il sistema economico, rendendolo efficiente nell'utilizzo delle risorse, competitivo e moderno. Tale pacchetto di misure rappresenta la concretizzazione degli impegni assunti dall'Unione Europea con la sottoscrizione dell'Agenda 2030. Il Green Deal è volto a introdurre una legislazione che controlli e fornisca maggiori informazioni sull'impatto delle società sull'ambiente, in modo che gli investitori siano opportunamente informati circa la sostenibilità degli investimenti intrapresi. L'agenda politica europea si basa sull'idea che fornire ai mercati informazioni di maggior qualità sbloccherà gli investimenti privati, incentivando la transizione verso un sistema economico più inclusivo e a basse emissioni di carbonio. Il primo passo in questa direzione è stata la pubblicazione del Piano d'azione per la crescita sostenibile (*Action plan*⁶), ed in sua attuazione, la pubblicazione di un insieme di proposte legislative inserite nel *Sustainable Finance Package*, comprendenti il Regolamento Tassonomia (Regolamento 2020/852), e di altre proposte per l'introduzione di nuovi obblighi di disclosure per gli intermediari e la previsione di

⁵<https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/strategy-for-sustainable-development.html>

⁶Sulla base delle raccomandazioni dell'HLEG, la Commissione Europea ha pubblicato il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile nel 2018: si veda https://www.astrid-online.it/static/upload/comm/0000/commue_finanz-economia-sost_03_2018.pdf

indici *benchmark*⁷.

Il *Sustainable Finance Action Plan* (SFAP) che partendo dal considerare l'importanza sistemica del settore finanziario nella transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resiliente ai cambiamenti climatici, con programma molto ambizioso promuove la sostenibilità nel settore degli investimenti privati, contenente una serie di misure specifiche e relative scadenze, finalizzato a:

- Riorientare i flussi di capitali verso un'economia più sostenibile attraverso un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili, di modo che la sostenibilità sia integrata nella gestione del rischio finanziario e che fattori e rischi di sostenibilità entrino nel processo decisionale di investimento e siano resi noti al cliente. Questo richiede la creazione di un linguaggio comune per la finanza sostenibile tramite un sistema unificato di classificazione dell'UE o "Tassonomia" per definire quali investimenti siano effettivamente sostenibili e quali no, e identificare gli ambiti in cui gli investimenti sostenibili possono incidere maggiormente.
- Integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi, gestendo in modo più efficace i rischi finanziari che derivano dal cambiamento climatico, dal consumo di risorse, dal degrado ambientale e dalle disuguaglianze sociali.
- Migliorare la trasparenza e incoraggiare un approccio di lungo periodo nelle attività finanziarie, per valutare adeguatamente la creazione di valore a lungo termine da parte delle imprese e la gestione dei rischi di sostenibilità. I partecipanti ai mercati finanziari hanno obblighi di informativa specifici attraverso il Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR⁸), che richiede ai gestori di attività e gli investitori istituzionali di tenere conto dei fattori di sostenibilità nel processo di investimento, di adempiere a requisiti stringenti in materia di comunicazione e migliorare la trasparenza

⁷Regolamento UE 2019/2088 e Regolamento 2016/1011

⁸Il Regolamento SFDR (Regolamento UE 2019/2088), entrato in vigore nel 2021, ha l'obiettivo di rendere maggiormente compatibile l'informativa agli investitori con i temi della sostenibilità dei fornitori di servizi finanziari, mediante norme che armonizzino le informazioni e favoriscano la comparabilità dei prodotti. Questo per consentire agli investitori finali di prendere una decisione più informata sui loro investimenti. Il regolamento intende ridurre le asimmetrie informative nelle relazioni principale-agente in cui i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari agiscono come agenti per gli investitori finali. Per realizzare questo obiettivo, i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari devono essere trasparenti su come integrano i rischi di sostenibilità nella loro politica di investimento. Gli operatori dei mercati finanziari e i promotori finanziari devono fornire informazioni, a titolo di informativa precontrattuale, sulla sostenibilità dei loro prodotti finanziari.

delle comunicazioni societarie mediante l'introduzione di nuovi obblighi di informativa al pubblico.

Attualmente, uno degli ostacoli alla raccolta di investimenti sostenibili attraverso i mercati finanziari e affrontato dal Green Deal, sono le asimmetrie informative. Se e quanto un investitore è disposto a pagare per un particolare strumento sostenibile, dipende dal rendimento futuro atteso dell'investimento. Quando i partecipanti al mercato mirano a investire in modo sostenibile, la sostenibilità attesa del prodotto avrà un ruolo significativo. Tuttavia, sia il rendimento futuro che il grado di sostenibilità possono essere valutati solo se sono disponibili sufficienti informazioni rilevanti sul prodotto, in forma chiara e standardizzate in modo da poter essere confrontate. In caso contrario, una sostanziale asimmetria informativa tra organizzazioni e investitori ostacola la corretta determinazione del prezzo dello strumento finanziario e scoraggia persino gli investitori a investirvi⁹. Il risultato della legislazione perseguita dal Green Deal europeo è quello per cui maggiori informazioni saranno prodotte e divulgate. Più informazioni si traduce inevitabilmente in maggiori costi sostenuti: sebbene si possa ragionevolmente sostenere che sia un prezzo che vale la pena pagare soprattutto per le società più grandi, potrebbe essere giustificato un approccio proporzionale per le società più piccole.

2.4 CSRD: Corporate Sustainability Reporting Directive

La Direttiva CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive, 2022/2464/EU) corregge i contenuti della direttiva del 2014 (Non-Financial Reporting Directive, Direttiva 2014/95/EU): estende gli obblighi a tutte le società quotate rivolgendosi a tutte le imprese con più di 250 dipendenti, amplia il perimetro anche alle PMI quotate (ad eccezione delle microimprese) e alle grandi società non quotate, imponendo l'obbligo di predisporre annualmente un rapporto sulla sostenibilità utilizzando standard che saranno adottati dalla Commissione stessa sulla base dei suggerimenti tecnici dell'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). Queste norme sono in applicazione dal 1 gennaio 2023. Secondo quanto affermato nella Proposta di CSRD, il limite dell'attuale disciplina

⁹Al fine di ridurre le asimmetrie informative riguardanti gli aspetti finanziari degli investimenti, sono state implementate negli anni numerose regolamentazioni dei mercati finanziari, come ad esempio la MiFID 2 e gli International Financial Reporting standard (IFRS).

consiste nel fatto che *“alcune imprese da cui gli utenti si aspettano informazioni sulla sostenibilità non le comunicano, mentre molte delle imprese che invece le comunicano omettono alcune informazioni che sono tuttavia pertinenti per gli utenti. Le informazioni, ove comunicate, sono spesso non abbastanza attendibili e non abbastanza comparabili tra le varie imprese. Le informazioni sono spesso difficili da reperire per gli utenti e raramente sono disponibili in un formato digitale leggibile da un dispositivo automatico”*. Nel 2021 la Commissione Europea ha presentato la direttiva Corporate Sustainability Reporting, che è stata approvata dal Parlamento Europeo il 10 novembre 2022. Gli Stati membri hanno 18 mesi per recepire la direttiva nel loro diritto locale affinché diventi effettiva come previsto a partire dal 2024. Ha fissato nuovi principi di rendicontazione delle informazioni di sostenibilità che alcune imprese sono tenute a pubblicare annualmente ed ha significativamente esteso il perimetro delle società incluse nell’obbligo di rendicontazione rispetto a quanto previsto dalla Non-financial Reporting Directive (NFRD) già in vigore. Si rivolge alle società quotate con almeno 250 dipendenti, 40 milioni di fatturato e 20 milioni di attività totali, incluse le PMI quotate, ad eccezione delle microimprese quotate.

In base alla CSRD, le imprese saranno tenute a divulgare le informazioni necessarie per comprendere gli impatti dell’azienda sui fattori di sostenibilità e per comprendere come tali fattori influiscano sullo sviluppo, le performance e la posizione commerciale dell’impresa. Questi dati includono:

1. Una dettagliata descrizione del modello di business e della strategia adottata per la gestione della sostenibilità. Saranno inoltre inclusi i dettagli sull’impatto dei fattori di sostenibilità, sugli interessi degli stakeholder e sui piani dell’azienda per assicurare che la sua strategia siano in linea con la transizione verso un’economia sostenibile;
2. Obiettivi e target di sostenibilità predefiniti dall’azienda, insieme ai progressi compiuti nel loro raggiungimento;
3. Dettagli sulla governance aziendale, inclusi aspetti amministrativi, operativi e di controllo legati alle tematiche ESG;
4. Politiche e pratiche aziendali relative ai fattori di sostenibilità.
5. Gli impatti, sia positivi che negativi, dell’azienda lungo la catena del valore, che comprendono le operazioni aziendali, i prodotti e servizi offerti, le relazioni commerciali e la catena di approvvigionamento;

6. I rischi legati ai fattori di sostenibilità che l'azienda affronta, le principali interdipendenze tra di essi e le strategie per la gestione;
7. Indicatori rilevanti e metodi utilizzati dall'azienda per identificarli.

La direttiva introduce nuovi requisiti di disclosure su strategia e obiettivi ESG dell'azienda, sul ruolo nelle decisioni che riguardano la sostenibilità del Consiglio di amministrazione e del *management*, ed inoltre chiarisce il principio della “doppia materialità”, termine con cui si indica l'attività di indagine su siano le questioni più rilevanti per l'azienda. Le imprese devono spiegare come i problemi di sostenibilità influiscono sul loro business (prospettiva *outside-in*) e l'impatto che queste hanno sulle persone e sull'ambiente (prospettiva *inside-out*). Le questioni ESG creano rischi e opportunità che sono materiali da un doppio punto di vista: sullo sviluppo sostenibile dell'organizzazione e sull'aspetto economico-finanziario. Il primo aspetto si concentra sugli impatti delle attività dell'organizzazione sul contesto sociale e ambientale, mentre il secondo riguarda l'impatto dei potenziali rischi ambientali e sociali sull'azienda che si potrebbero anche tradurre in conseguenze finanziarie, influenzandone le decisioni strategiche e di governance. Tale obbligo è applicato mediante la rendicontazione della matrice di materialità, dove ogni aspetto viene rappresentato in due dimensioni: importanza/impatto sull'azienda (ascisse) ed importanza/impatto sugli stakeholders (ordinate). Richiede quindi di valutare gli impatti positivi e negativi dell'azienda lungo la sua catena di valore: quest'ultima è definita come l'intera gamma di attività o processi necessari per creare un prodotto o servizio. Sono incluse le entità con cui l'impresa ha un rapporto d'affari diretto o indiretto, sia a monte che a valle delle proprie attività, che forniscono prodotti o servizi che contribuiscono ai prodotti o servizi propri dell'impresa, o che ricevono prodotti o servizi. Tutte le informazioni riportate sono di tipo sia qualitativo sia quantitativo, retrospettive e prospettive (*forward looking*), e coprono orizzonti temporali di breve e medio-lungo termine. La crescente consapevolezza che le informazioni non finanziarie pubblicate dalle imprese sulla base della precedente NFRD siano in gran parte insufficienti per gli investitori e le altre parti interessate, ha reso necessaria l'estensione della portata degli obblighi di segnalazione ad altre società, ed una maggior precisazione delle informazioni che le imprese sono tenute a pubblicare.

Le imprese devono ottenere una garanzia volta a certificare la conformità del reporting agli standard di comunicazione europei e assicurare la validità e la correttezza del processo svolto dall'impresa per identificare le informazioni riportate limitata sul loro reporting di sostenibilità da parte di un revisore legale dei conti.

La Commissione ha affidato al gruppo consultivo europeo per le relazioni finanziarie (EFRAG) lo sviluppo di tali standard, con la richiesta che siano coerenti con l'ambizione del Green Deal europeo e con il quadro giuridico esistente in Europa (Regolamento sulla divulgazione della finanza sostenibile e il Regolamento sulla Tassonomia). Tutti i requisiti di rendicontazione introdotti dalla Direttiva sono adattati e graduati alle varie dimensioni delle imprese, e viene fornito loro un periodo transitorio per l'adeguamento. Poichè le informazioni devono essere raccolte lungo tutta la catena del valore, ci sarà un effetto moltiplicatore, perchè saranno coinvolte molte più imprese di quelle effettivamente sottoposte alla disciplina. L'obbligo si estende anche alle società extracomunitarie con attività significative nel mercato dell'UE (con almeno 150 milioni di euro di fatturato annuo nell'UE), le quali saranno assoggettate a regole di rendicontazione equivalenti a quelle degli operatori comunitari. In conclusione, gli standard di rendicontazione comuni a livello europeo richiesti dalla CSRD permetterà di colmare il divario tra le esigenze di informazioni richieste dagli stakeholders e le informazioni effettivamente rendicontate dalle imprese. Dal lato degli investitori, al momento, emerge una difficoltà nel tenere sufficientemente conto dei rischi e delle opportunità legati alla sostenibilità nelle loro decisioni di investimento. In secondo luogo, standard comuni europei sono necessari al fine di evitare costi aggiuntivi ed un'elevata complessità dovuta alla presenza di standard frammentati, dal momento che, soprattutto nel caso di imprese che operano a livello internazionale, standard non uniformi rendono le informazioni comunicate meno comparabili. Il testo della CSRD indica anche il perimetro di rendicontazione, il quale comprende la catena del valore a monte e a valle dell'impresa e la collocazione dell'informativa, per cui il report di sostenibilità dev'essere integrato nella Relazione sulla Gestione. Quest'ultima disposizione è finalizzata a promuovere l'integrazione e l'accessibilità delle informazioni relative alla sostenibilità, oltre a equiparare la responsabilità della direzione e del consiglio di amministrazione per la preparazione del rapporto sulla sostenibilità a quella del rapporto sulla gestione e del rapporto finanziario. Inoltre, la direttiva prevede l'obbligo per tutte le società rientranti nel suo ambito di applicazione di ottenere una *limited assurance*¹⁰ sulle informazioni riportate nella loro relazione. In particolare, l'*assurance* dovrà coprire diversi aspetti, tra cui gli indicatori in conformità all'articolo 8 del regolamento sulla Tassonomia (come l'allocazione dei ricavi e le spese di capitale e operativi relativi a attività economiche sostenibili) e il processo utilizzato per identificare le informazioni da

¹⁰Si veda, al riguardo, il paragrafo 3.3.4 di questo lavoro.

riportare. In una fase successiva, la Commissione Europea valuterà anche la possibilità di richiedere una *reasonable assurance* per quanto riguarda le informazioni di sostenibilità. Secondo la proposta, è previsto infine che tutte le informazioni sulla sostenibilità pubblicate siano etichettate digitalmente utilizzando una Tassonomia digitale. Di conseguenza, le imprese saranno obbligate a redigere i loro bilanci e la loro relazione sulla gestione nel formato XHTML e ad annotare le informazioni relative alla sostenibilità.

Nella Tabella 2.1 sono illustrate sinteticamente le principali differenze appena discusse tra la precedente NFRD e l'attuale CSRD.

Ambito	NFRD	CSRD
Perimetro di applicazione	Enti di interesse pubblico (banche, assicurazioni, società quotate) di grandi dimensioni (> 500 dipendenti, SP>20 mld €, fatturato >40 mld €)	Imprese di grandi dimensioni (> 250 dipendenti, SP>20 mld €, fatturato >40 mld €), istituti di credito e assicurazioni di grandi dimensioni, imprese quotate. Sono escluse le microimprese e imprese non EU operanti in EU con filiali o controllate, che superino determinate soglie.
standard di rendicontazione	standard o linee guida emanati da <i>standard setters</i>	standard europei obbligatori emanati da EFRAG
Materialità	Le informazioni sono necessarie ad assicurare la comprensione dell'attività d'impresa, il suo andamento, i suoi risultati e l'impatto prodotto - materialità	Le informazioni sono necessarie per comprendere l'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità (<i>inside-out</i>) e in che modo tali questioni incidono sul posizionamento della stessa (<i>outside-in</i>) - doppia materialità
Collocazione delle informazioni sostenibilità	Nella Relazione sulla Gestione o in una relazione distinta	All'interno di una sezione dedicata della Relazione sulla Gestione
Assurance	Nessun obbligo	Obbligo di assurance

Tabella 2.1: Normativa sulla disclosure di sostenibilità a confronto

2.5 La Tassonomia Europea

La Tassonomia costituisce un importante passo verso un sistema di classificazione unico e standardizzato a livello europeo delle informazioni non finanziarie.

È il primo Regolamento Europeo che richiede di valutare la sostenibilità delle attività economiche di un business con riferimento a fatti di bilancio, allo scopo di far sì che l'allineamento al sistema diventi parte integrante degli obiettivi strategici e che quindi richiede un'attenta gestione e un costante monitoraggio dei dati. La Tassonomia dell'UE è stata sviluppata dalla Commissione Europea con il Regolamento UE 2020/852 e si applica a tutte le imprese per cui già sussiste l'obbligo di pubblicazione della dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario.

Nel suo complesso, la Tassonomia punta a:

1. Fornire indicazioni alle aziende, agli investitori e ai *policy maker* su quali attività economiche possano essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale. Il Regolamento è volto a identificare le attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale e a creare un linguaggio comune che gli investitori e le imprese possono utilizzare quando investono in attività economiche che hanno un sostanziale impatto positivo sul clima e sull'ambiente. In tal modo rappresenta un utile strumento per aiutare le aziende a pianificare la propria transizione verso un'economia *low-carbon*;
2. Favorire il raggiungimento degli obiettivi del Green Deal europeo. Questo strumento è di particolare rilevanza, posto che il miglioramento del flusso informativo dalle aziende agli investitori dovrebbe permettere il riorientamento dei flussi di capitale investiti verso le imprese più sostenibili. Un prerequisito per questa canalizzazione è la definizione standardizzata di ciò che qualifica un'attività economica sostenibile: se i partecipanti ai mercati finanziari usano concetti differenti per spiegare ciò che intendono per attività economica ecosostenibile e se non forniscono alcuna spiegazione agli investitori su come le attività in cui questi investono, risulta difficile controllare e confrontare vari prodotti che contribuiscono agli obiettivi ambientali;
3. Contrastare e limitare i rischi di *greenwashing*, ovvero la commercializzazione di prodotti come rispettosi dell'ambiente quando in realtà non lo sono. Dal momento che questo standard è stabilito mediante un Regolamento, non necessita di recepimento nazionale eliminando il rischio di definizio-

ni su base nazionale, assicurando e invece una certa uniformità in tutta l'Unione Europea;

Tali obiettivi vengono perseguiti dalla Tassonomia attraverso il miglioramento della trasparenza nel mercato, vale a dire aumentare l'affidabilità, la coerenza e comparabilità delle informazioni disponibili per il mercato sui temi di sostenibilità riguardanti imprese, operatori e prodotti finanziari. Affinché si possa garantire ciò, i dati disponibili devono essere omogenei e la rendicontazione delle imprese deve essere effettuata secondo standard comuni. Perciò la Tassonomia ha riconosciuto che risulta essenziale basarsi su criteri uniformi di classificazione delle attività economiche ed introdurre dei requisiti per poter etichettare i prodotti finanziari come ecosostenibili. Ha richiesto quindi che le informazioni pubblicate permettano agli investitori di venire a conoscenza della quota di investimento in attività economiche sostenibili implicito nell'investimento in un prodotto finanziario, in modo tale da comprenderne il grado di ecosostenibilità. La Tassonomia ricopre una duplice funzione: quella di linea guida (obbligatoria) per le imprese affinché queste possano valutare le proprie attività in ottica di una maggiore sostenibilità ambientale al fine di rendicontare agli stakeholder in modo più completo, e quella di linea guida per gli investitori i quali possono integrare le scelte di sostenibilità in quelle di investimento in maniera consapevole. Infine, va specificato come l'introduzione della Tassonomia implica necessariamente che le aziende debbano effettuare una revisione dei propri processi organizzativi e procedure interne nell'ambito della rendicontazione di informazioni economico-finanziarie e di sostenibilità, al fine di definire dei sistemi di gestione, monitoraggio e controllo che facilitino l'integrazione delle informazioni finanziarie con quelle non finanziarie.

Come affermato dallo stesso Regolamento, per il raggiungimento di tali obiettivi risulta indispensabile l'utilizzo di un linguaggio comune e una definizione chiara di ciò che è "sostenibile". Per essere ecosostenibile e allineata alla Tassonomia, secondo l'articolo 3 del Regolamento, un'attività economica deve:

- Contribuire in modo sostanziale al raggiungimento di almeno uno dei sei obiettivi ambientali. È l'art. 3 del Regolamento che stabilisce la definizione di "attività economica ecosostenibile" al fine di stabilire il grado di "ecosostenibilità" di un investimento. Tale definizione è variabile nel tempo e dev'essere in linea con gli "obiettivi ambientali" tassativamente individuati nell'art. 9, che sono:
 - Mitigazione dei cambiamenti climatici;

- Adattamento ai cambiamenti climatici;
- Uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine;
- Transizione verso un'economia circolare;
- Prevenzione e riduzione dell'inquinamento;
- Protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Per ciascuno di essi, il Regolamento riconosce tre tipologie di contributo sostanziale: il primo è rappresentato dalle attività economiche che apportano un contributo sostanziale in base alle proprie prestazioni, il secondo è rappresentato dalle attività “abilitanti” che, tramite i loro prodotti o servizi, consentono ad altre attività di dare un contributo sostanziale, a condizione che non comportino una dipendenza da asset che possono compromettere gli obiettivi ambientali nel lungo termine. Il terzo gruppo invece comprende le attività di transizione che contribuiscono al percorso per rispettare gli accordi di Parigi ma per cui non esistono alternative *low-carbon* praticabili;

- Non arrecare un danno significativo ad alcuno dei sei obiettivi ambientali. L'articolo 17 del Regolamento Tassonomia sancisce che le attività economiche ammissibili non devono arrecare danno significativo, il “*Do Not Significant Harm*” (DNSH), agli altri obiettivi ambientali, tenendo conto dell'impatto sia nel breve, che nel lungo periodo;
- Essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime per esempio, quelle previste dalle linee guida OCSE, i Principi guida dell'ONU su imprese e diritti umani, i principi e diritti stabiliti dall'International Labour Organization e la Carta internazionale dei diritti umani. L'articolo 18 del Regolamento Tassonomia stabilisce che le attività economiche ammissibili (*eligible*) devono rispettare le garanzie minime di salvaguardia, allo scopo di impedire che gli investimenti verdi siano considerati “sostenibili” quando comportano impatti negativi sui diritti umani, compresi i diritti dei lavoratori, la corruzione, o il mancato rispetto delle leggi fiscali o anticoncorrenziali;
- Rispettare i criteri di vaglio tecnico fissati dagli atti delegati e previsti per ciascuna specifica attività. Nel 2021 è stato approvato l'atto delegato¹¹ che definisce i criteri tecnici relativi ai primi due dei sei obiettivi ambientali oggetto della Tassonomia: mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici.

¹¹Si veda: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2021/2139/oj

Il Regolamento prevede una delega alla Commissione Europea per la definizione mediante atti delegati, dei criteri di vaglio tecnico per ciascuna attività economica, volti a chiarire quando essa contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più obiettivi ambientali e quando non arreca danno significativo agli altri obiettivi. Attualmente, i criteri di vaglio tecnico che determinano il contributo sostanziale agli obiettivi climatici, sono stati pubblicati solo con riferimento all'obiettivo della mitigazione del cambiamento climatico¹².

La Tassonomia pone degli obblighi di rendicontazione e fornisce il quadro di riferimento sulla base del quale rendere le informazioni richieste. L'unità di misura della Tassonomia è l'"attività economica" ma, poiché sia le aziende sia i prodotti finanziari possono avere a oggetto più attività economiche, questa richiede di valutare la loro sostenibilità ambientale in modo analitico, attività per attività. Quindi l'adeguamento alla Tassonomia è valutata in base all'attività economica svolta dall'azienda, anziché basarsi esclusivamente sul settore o sull'industria di appartenenza. La classificazione delle attività economiche si basa sul sistema di classificazione NACE dell'Unione Europea (UE), e sono stati stabiliti criteri tecnici di screening per valutare l'aderenza delle attività economiche ai macrosettori prioritari definiti dalla Tassonomia. Lo scopo è quello di incoraggiare il finanziamento e lo sviluppo delle attività economiche ecosostenibili, risultato perseguito tramite l'aumento della trasparenza del mercato e il miglioramento delle scelte operate dallo stesso nel corso del tempo, sulla base delle informazioni disponibili per operare le scelte di investimento e di finanziamento.

La metodologia utilizzata prevede tre possibili modalità di contributo sostanziale, che prendono la forma di:

¹²Art. 10 Tassonomia, comma 1: «*Si considera che un'attività economica dà un contributo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici se contribuisce in modo sostanziale a stabilizzare le concentrazioni di gas a effetto serra nell'atmosfera mediante: a) la produzione, la trasmissione, lo stoccaggio, la distribuzione o l'uso di energie rinnovabili, anche tramite tecnologie innovative potenzialmente in grado di ottenere risparmi significativi in futuro oppure tramite il necessario rafforzamento o ampliamento della rete; b) il miglioramento dell'efficienza energetica, fatta eccezione per le attività di produzione di energia elettrica da combustibili fossili solidi; c) l'aumento della mobilità pulita o climaticamente neutra; d) il passaggio all'uso di materiali rinnovabili di origine sostenibile; e) l'aumento del ricorso alle tecnologie, non nocive per l'ambiente, di cattura e utilizzo del carbonio e di cattura e stoccaggio del carbonio, che consentono una riduzione netta delle emissioni di gas a effetto serra; f) Il potenziamento dei pozzi di assorbimento del carbonio nel suolo, anche attraverso attività finalizzate ad evitare la deforestazione e il degrado forestale, il ripristino delle foreste, la gestione sostenibile e il ripristino delle terre coltivate, delle praterie e delle zone umide, l'imboschimento e l'agricoltura rigenerativa; g) la creazione dell'infrastruttura energetica necessaria per la decarbonizzazione dei sistemi energetici; h) la produzione di combustibili puliti ed efficienti da fonti rinnovabili o neutre in carbonio; o i) il sostegno di una delle attività elencate ai punti da a) ad n) del presente paragrafo in conformità dell'articolo 16».*

- Riduzione delle pressioni esercitate sull'ambiente: ossia, produzione di un basso impatto ambientale connesso a un alto potenziale di sostituzione di attività più impattanti (per esempio, nel caso delle attività che utilizzano fonti energetiche rinnovabili); oppure riduzione degli impatti prodotti da altre attività (ad esempio, nel caso di attività di trattamento delle acque reflue prodotte da altre attività industriali);
- Miglioramento dello stato dell'ambiente: ossia produzione di un impatto positivo (ad esempio, nel caso degli interventi di bonifica e ripristino ambientale)
- Abilitazione di altre attività: ossia supporto affinché altre attività economiche possano fornire un contributo sostanziale a un obiettivo ambientale (ad esempio, nel caso delle attività che si occupano di produrre o di installare impianti per l'efficientamento energetico, oppure delle attività di ricerca per lo sviluppo di materiali utili a contrastare i rischi di allagamento, il cui lavoro si volge essenzialmente a beneficio di altre attività economiche, superando i "confini" della propria attività e delle proprie performance).

Il Regolamento, inoltre, cita espressamente due particolari tipi di attività che forniscono un contributo sostanziale agli obiettivi ambientali: le attività di transizione e le attività abilitanti.

- Le attività di transizione, sono definite al secondo comma dell'articolo 10 del Regolamento. Si tratta di attività per le quali non esistono alternative *low-carbon* tecnologicamente ed economicamente praticabili e che, tuttavia, presentano delle prestazioni che corrispondono alle migliori performance del settore. Considerati questi limiti oggettivi e alla luce degli sforzi rispetto alla media di settore, tali attività possono essere qualificate come attività di contributo sostanziale all'obiettivo di mitigazione dei cambiamenti climatici (di qui la collocazione nell'art. 10) se favoriscono la transizione verso un'economia climaticamente neutra entro il 2050. Ciò, a condizione che esse non ostacolino lo sviluppo e la diffusione di alternative a basse emissioni, né comportino una dipendenza da asset ad elevata intensità di carbonio. Si noti che, in astratto, questa categoria di attività si presta ad essere utilizzata per il contributo a tutti gli obiettivi ambientali ma, per scelta legislativa, è stata applicata solo all'obiettivo di mitigazione dei cambiamenti climatici. Essa, infatti, non riguarda un settore o un'attività specifica, ma il modo in

cui un'attività viene condotta. Questo perché le attività di transizione, in realtà, non sono compatibili con l'obiettivo finale della neutralità climatica e possono essere considerate ecosostenibili solo in virtù di un compromesso di durata limitata, finalizzato a migliorare il più possibile le performance di attività economiche altamente impattanti, nell'attesa che emergano soluzioni tecnologiche migliori. Per fare qualche esempio, rientrano in questa categoria la produzione di cemento, di alluminio, di ferro, di acciaio e diverse attività del settore trasporti.

- Le attività abilitanti, invece vengono definite nell'art 16 del Regolamento. Esse sono le attività che consentono direttamente ad altre attività di fornire un contributo sostanziale ad un obiettivo ambientale (ad esempio, le attività che consistono nell'installazione di impianti per l'efficientamento energetico, o che producono dispositivi per il monitoraggio dello stato dell'ambiente). Anche in questo caso, si considera che queste attività forniscano un contributo sostanziale agli obiettivi della Tassonomia a condizione che non comportino una dipendenza da asset che possano compromettere gli obiettivi ambientali nel lungo termine e che abbiano un significativo impatto positivo per l'ambiente in una prospettiva di ciclo di vita.

In ogni caso, il perseguimento di un obiettivo ambientale non può avvenire in violazione degli standard minimi di protezione sociale e delle norme internazionali in materia di diritti umani e lavoro. Dal punto di vista operativo, i principali riferimenti citati dall'art. 18 sono:

- Le Linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali¹³;
- I Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani¹⁴.

Secondo gli ulteriori requisiti riportati all'articolo 19, i criteri di vaglio tecnico:

¹³Si tratta di uno strumento legale internazionale che fornisce le raccomandazioni per una condotta d'impresa responsabile in relazione ai principali rischi sociali e ambientali in tema di: diritti umani, diritti del lavoro, trasparenza, ambiente, corruzione, interessi dei consumatori, concorrenza, fiscalità, tecnologia e scienza. Le linee guida sono allineate ai Principi guida dell'ONU e alle Convenzioni fondamentali dell'Organizzazione internazionale del lavoro. Per aiutare le imprese ad attuarle, l'OCSE ha anche sviluppato una guida specifica, la Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct (2018), che suggerisce un processo di *due diligence* "risk-based" per identificare, prevenire e mitigare gli impatti negativi attuali e potenziali connessi ai suddetti rischi;

¹⁴Si tratta di standard internazionali per prevenire le violazioni dei diritti umani e ridurre i rischi potenziali derivanti dalle attività economiche. Attraverso questi principi, le imprese sono chiamate a rispettare i diritti umani attraverso l'attuazione di una *due diligence* diretta ad evitare violazioni e ad affrontare gli impatti negativi sui diritti umani

- Devono essere, per quanto possibile, quantitativi e solo residualmente qualitativi;
- Devono basarsi su prove scientifiche e, nel caso in cui la valutazione scientifica non permetta di determinare il rischio associato ad una determinata attività con sufficiente certezza, devono applicare il principio di precauzione in conformità, dell'articolo 191 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea;
- Devono essere sviluppati tenendo conto degli impatti ambientali generati lungo tutto il ciclo di vita dall'attività economica e dei prodotti/servizi da essa forniti;
- Sono calibrati sulla natura e sulle dimensioni dell'attività economica (principio di proporzionalità) e indicano specificamente se le attività sono abilitanti o di transizione;
- Tengono conto del potenziale impatto sui mercati e del rischio di creare incentivi non coerenti con l'investimento sostenibile;
- Sono di facile utilizzo e devono essere agevolmente assoggettabili alla verifica della loro conformità¹⁵.

Un ultimo punto vuole essere un approfondimento in merito alla Tassonomia sociale. A causa della complessità e della sua natura altamente tecnica, si è inizialmente concentrato solo sulle attività classificabili come sostenibili sotto il punto di vista ambientale, non avendo da subito previsto anche una Tassonomia sociale e di governance. Nel febbraio 2022 la Platform on Sustainable Finance ha presentato il report finale sulla Tassonomia sociale¹⁶, volto ad identificare un linguaggio comune per le attività socialmente sostenibili, affiancandosi alla Tassonomia delle attività economiche sostenibili. Gli obiettivi annunciati sono:

1. Ai lavoratori, garantire un lavoro dignitoso per tutti (compresi i lavoratori operanti lungo tutta la catena del valore), assicurando creazione di posti di

¹⁵Coerentemente con quest'ultimo punto, è previsto espressamente che i criteri di vaglio tecnico facciano riferimento, ove opportuno, ai sistemi di etichettatura, di certificazione e di calcolo dell'impronta ambientale dell'UE, in modo da facilitarne l'utilizzo e di agevolare la verifica della loro conformità, e che utilizzino gli indicatori di sostenibilità citati dal Regolamento SFDR.

¹⁶Si veda: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-08/220228-sustainable-finance-platform-finance-report-social-taxonomy_en.pdf

lavoro, la protezione sociale, la tutela dei diritti dei lavoratori promuovendo il dialogo sociale;

2. Ai consumatori finali di prodotti e servizi, garantire standard di vita e benessere adeguati che si sostanziano in diritti economici e sociali quali il diritto alla salute, alimentazione, alloggio e istruzione;
3. Alla comunità, promuovere comunità e società inclusive, mediante la tutela del diritto sui territori, dei diritti umani, garantendo l'accesso ai servizi essenziali per le comunità bisognose.

Va puntualizzato come, se la Tassonomia ambientale fonda i propri vagli tecnici su basi scientifiche, per quella sociale bisogna fare riferimento a parametri di altra natura, riscontrabili nei documenti di riferimento utilizzati per raggiungere le finalità della stessa, che sono:

- Dichiarazione Universale dei Diritti Umani;
- Dichiarazione ILO (Organizzazione Internazionale del Lavoro);
- Linee Guida OCSE;
- Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani.

La Tassonomia richiede alle aziende di valutare la loro conformità ai requisiti minimi di salvaguardia e ai criteri di screening tecnico per evitare danni significativi agli obiettivi ambientali. Per raggiungere questo obiettivo le aziende sono incoraggiate a seguire le raccomandazioni dell'OECD (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) e delle UNGPs (Principi guida delle Nazioni Unite per l'impresa e i diritti umani) durante il processo di *due diligence*. Si tratta del processo mediante il quale vengono identificati, prevenuti, mitigati e contabilizzati gli impatti negativi sulle attività economiche, la quale deve essere basata sul rischio, il che significa che le misure adottate da un'impresa per condurla devono essere proporzionate alla gravità e alla probabilità dell'impatto negativo. Quando la probabilità e la gravità di un impatto negativo sono elevate, la *due diligence* dovrebbe essere più approfondita. Questo implica che quando non è possibile affrontare simultaneamente tutti gli impatti identificati, un'impresa dovrebbe stabilire un ordine di priorità basato sulla sua gravità e sulla probabilità. Una volta identificati e gestiti gli impatti più significativi, l'azienda dovrebbe procedere affrontando gli impatti meno significativi.

2.5.1 Le metriche della Tassonomia

Per comunicare il proprio grado di sostenibilità alle società finanziarie, alle società non finanziarie è richiesto dalla Tassonomia di pubblicare degli indicatori di performance che esprimano l'allineamento alla Tassonomia, delle attività che potenzialmente contribuiscono al raggiungimento degli obiettivi ambientali, indipendentemente dal fatto che queste attività incontrino uno o tutti i criteri di screening tecnico. Un'attività economica si definisce "ammissibile alla Tassonomia" quando risulta semplicemente inclusa nell'elenco delle attività economiche ecosostenibili contenuto negli atti delegati della Tassonomia (ossia, per il momento, il Climate Delegated Act). L'ammissibilità alla Tassonomia di un'attività economica non dice nulla sulla sua reale sostenibilità ambientale ma, più semplicemente, indica che quell'attività ha il potenziale per essere allineata alla stessa: in altre parole, seppure un'attività risulta nominalmente inclusa nell'elenco della Tassonomia (dunque è ammissibile) essa può essere considerata ecosostenibile (e quindi allineata) solo se rispetta tutti i requisiti (tra cui i criteri di vaglio tecnico). Un'attività economica si definisce "allineata alla Tassonomia" quando non solo risulta inclusa nell'elenco delle attività economiche ecosostenibili ma rispetta anche tutti i requisiti, nonché i criteri di vaglio tecnico stabiliti della Tassonomia. La verifica delle attività "ammissibili" è molto più semplice della verifica delle attività "allineate", posto che le prime richiedono solo di accertare la presenza o meno del tipo di attività economica nell'elenco di attività fornito dalla Tassonomia. L'accertamento dell'allineamento, invece, risulta più complesso proprio perché richiede di verificare in concreto la conformità dell'attività economica a tutti i requisiti di contributo Sostanziale, DNSH e garanzie minime di salvaguardia, nonché ai numerosi criteri di vaglio tecnico previsti dagli atti delegati. I sistemi di contabilità aziendale dovranno quindi garantire la presenza degli elementi per calcolare l'allineamento.

Il Regolamento delegato (UE) 2021/2178 (Disclosures delegated act), pubblicato nel luglio 2021, applicabile dal 1° gennaio 2022, in integrazione all'articolo 8 del Regolamento, definisce il contenuto, le tempistiche e la forma di presentazione delle informazioni che le imprese soggette alla CSRD devono comunicare in merito alle attività economiche ecosostenibili, specificando i *Key Performance Indicators* (KPIs) e i relativi criteri per il calcolo. Al fine di adempiere agli obblighi di disclosure richiesti dal Regolamento UE 2020/852, dovrà quindi essere possibile estrapolare dai sistemi contabili i KPIs economici e delle relative attività economiche sia in ottica di eleggibilità che di allineamento. La comunicazione

riguarda i seguenti KPIs:

- Turnover *ratio*, ovvero la quota percentuale è calcolata come rapporto tra il volume di ricavi netti associati alle attività economiche allineate alla Tassonomia (numeratore) e il totale dei ricavi netti (denominatore);
- CapEx *ratio*¹⁷, ovvero la quota percentuale di spese in conto capitale relative ad attivi o processi associati ad attività economiche allineate o fanno parte di un piano volto alla loro espansione o a consentire alle attività economiche a essa ammissibili di allinearsi (“piano CapEx”); La quota % è calcolata come rapporto tra la parte di spese in conto capitale relative ad attività allineate alla Tassonomia (numeratore) e gli incrementi agli attivi materiali e immateriali durante l’esercizio considerati prima dell’ammortamento, della svalutazione e di qualsiasi rivalutazione dell’esercizio in questione (denominatore).
- Opex *ratio*¹⁸, ovvero la quota percentuale di spese operative associate ad

¹⁷Le spese di investimento, note come Capital Expenditures (CapEx), sono orientate verso la crescita a lungo termine dell’azienda. Queste spese hanno un impatto significativo sul bilancio del fabbisogno di capitale circolante, poiché spesso comportano un impegno finanziario sostanziale il cui rendimento, misurato attraverso il Return On Investment (ROI), può manifestarsi gradualmente solo dopo diversi mesi o addirittura anni. Le CapEx possono essere:

- Acquisto di veicoli
- Acquisto di materiale informatico
- Acquisto di apparecchiature per la produzione
- Ottimizzazione delle apparecchiature

Gli azionisti ne sono interessati in quanto è un indicatore delle prospettive di crescita a lungo termine dell’azienda e può suggerire un miglioramento dei risultati finanziari e un aumento graduale dei dividendi. È importante notare che le spese di investimento possono essere finanziate sia attraverso i fondi interni dell’azienda sia attraverso l’indebitamento. La scelta del metodo di finanziamento dipenderà dalla situazione finanziaria e dagli obiettivi strategici dell’azienda.

¹⁸Le OpEx, o spese operative, rappresentano una componente significativa della struttura dei costi di un’azienda: sono spese che si ripetono regolarmente e contribuiscono al funzionamento quotidiano dell’azienda. Possono essere suddivise in due principali sottocategorie:

1. SG&A (*Selling, General and Administrative Expenses* - spese di vendita, generali e amministrative):
 - Risorse umane
 - Costi di sviluppo
 - Costi immobiliari
2. COGS (*Costs of Goods Sold* - costi del venduto):
 - Risorse materiali
 - Risorse energetiche e utenze
 - Costi logistici

attività economiche allineate, che fanno parte del piano CapEx o sono relative all'acquisto di prodotti derivanti da attività economiche allineate. La quota % è calcolata come rapporto tra la parte di spese operative relative ad attività allineate alla Tassonomia, comprese le esigenze formative e altre esigenze di adattamento delle risorse umane, nonché i costi diretti non capitalizzati di ricerca e sviluppo (numeratore), necessaria per garantire il funzionamento continuo ed efficace degli attivi (denominatore);

Le grandezze oggetto di analisi si riferiscono alle sole partite verso terzi, sono pertanto escluse le eventuali partite infragruppo, in modo da evitare doppi conteggi nel calcolo dei KPI. Per il calcolo dei suddetti *ratio* devono essere considerati a denominatore anche tutti i piani per investimenti volti ad aumentare le attività già allineate e a trasformare le attività sono eleggibili in allineate. È importante notare che le voci di fatturato e di costi da calcolare sulla base degli indicatori forniti dall'Allegato I del Regolamento Delegato, devono essere coerenti con i valori dichiarati dall'impresa nel proprio bilancio. In altre parole, deve esserci corrispondenza tra quanto risulta dai dati di bilancio e quanto emerge dalla dichiarazione non finanziaria dell'impresa dal punto di vista della Tassonomia. Infatti, questa consente di tradurre le informazioni relative alle performance ambientali di un'azienda in termini finanziari ed economici, ma i dati devono trovare riscontro nei documenti contabili dell'impresa.

Per finanziare i propri piani le imprese ricorrono in larga parte al canale bancario oppure all'emissione di strumenti obbligazionari sostenibili. La Tassonomia è la prima norma che rende legale l'informativa *forward looking*. Anche se la Tassonomia non è di per sé uno strumento volto ad indirizzare il sostegno creditizio, anche le banche sono portate a favorire le erogazioni nei confronti di imprese che si impegnano in attività allineate: se l'azienda rende pubblico l'impegno formale di allinearsi mediante un piano approvato dal Consiglio di Amministrazione, avente quindi valore legale, questa viene premiata in termini di reputazione e di accesso al credito, e le banche possono utilizzare i piani realizzati in maniera omogenea in sede di richiesta di finanziamento da parte delle imprese. Tuttavia, la Tassonomia non può essere applicata a tutti i prestiti bancari, ma ai soli che abbiano uno scopo ben definito, perché solamente in questi è possibile ravvisare che i fondi erogati dal finanziatore sono a supporto di un obiettivo coerente con la Tassonomia. Da parte loro poi, le imprese finanziarie sono tenute a comunicare all'esterno il proprio grado di sostenibilità attraverso il Green Asset *ratio*, ovvero

al grado % di finanziamenti erogati rivolti ad obiettivi allineati alla Tassonomia. In definitiva, la maggior disponibilità sui dati dell'azienda relativi a fatturato spese in conto capitale e spese operative consente ai finanziatori di identificare il grado di allineamento alla Tassonomia dei propri crediti erogati, che potranno poi essere comunicati al mercato attraverso questo indice sintetico, anch'esso costruito direttamente dai dati di bilancio.

Capitolo 3

Reporting e valutazione delle performance di sostenibilità

3.1 Modelli di valutazione e rendicontazione della performance aziendale

Nel corso degli anni, le aziende sono state obbligate a fornire dati finanziari dettagliati e accurati, dettaglio che raramente si è esteso alle informazioni non finanziarie. Questa situazione delinea la presenza di due rendicontazioni, una concentrata sulla redditività dell'azienda e un'altra volta ad evidenziare come l'azienda sta agendo sul fronte sostenibile, con la conseguenza di una difficoltà di valutare in maniera chiara ed univoca se un'azienda più redditizia apporta anche un maggior beneficio sociale e ambientale, e nemmeno il viceversa. Nonostante ciò si sono sviluppati dei metodi di valutazione della sostenibilità, che si distinguono tra i modelli di rating e i standard di rendicontazione della sostenibilità. Il principale problema che si riscontra quando si parla di misurazione dei fattori ESG, è che non sempre è chiara la differenza tra le valutazioni fornite dalle agenzie di rating ESG e la disclosure ESG. I primi rappresentano un giudizio sintetico espresso da numeri o lettere, calcolati sulla base di dati pubblici e privati, che forniscono un risultato finale assegnato a ciascuna organizzazione sulla base delle sue caratteristiche e prestazioni mediante un processo di identificazione e ponderazione delle diverse aree di valutazione, con obiettivo quello di ottenere un punteggio che utilizza un metodo di ponderazione media. Secondo quanto definito da Borsa

Italiana, “le agenzie di rating di sostenibilità, o rating ESG, sono centri di ricerca specializzati nella raccolta ed elaborazione di informazioni sul profilo ambientale, sociale e di governance delle imprese, al fine di fornire agli investitori le informazioni utili a prendere decisioni di investimento consapevoli”¹. I rating ESG a livello globale sono moltissimi, e nel contesto competitivo di mercato, ogni agenzia di rating ha proposto un proprio modello di analisi e valutazione, e ciascuna ha interesse nella promozione della propria, tanto da causare la diffusione di un gran numero di framework ESG. Il risultato del rating è utile solo per permettere il confronto delle prestazioni con altre aziende che hanno adottato lo stesso modello. I più riconosciuti a livello globale sono MSCI ESG Ratings², Sustainalytics³, Standard Ethics, EcoVadis, Refinitiv. Gli standard di rendicontazione invece non rappresentano un punteggio finale, ma prescrivono le regole e i requisiti che gli emittenti devono seguire per fornire disclosure a tutti i propri stakeholders. Un elevato livello di *accountability* indica che l’impresa è in grado di assumersi la propria responsabilità e dimostrare in modo trasparente l’impatto delle proprie strategie, politiche e attività sul contesto economico e sociale in cui opera.

In conclusione, mentre i rating ESG rappresentano un giudizio di sintesi, gli standard di rendicontazione prescrivono regole di disclosure⁴. Negli ultimi decenni, è mancato lo sviluppo di standard condivisi, ma si sono invece andati a sviluppare molti framework di rendicontazione: in ragione di tale criticità, non si è raggiunto ancora un livello tale di standardizzazione dei principi, delle linee guida e degli obblighi al pari di quanto acquisito dalla rendicontazione finanziaria. Oltre a ciò, il concetto di “sostenibilità” nella valutazione aziendale non viene definito in maniera condivisa ed uniforme con la conseguenza che, come si vedrà nei prossimi paragrafi, la nozione di “materialità” viene applicata in forma differente da ciascuno *standard-setter*.

¹<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/agenzie-rating-sostenibilita.html>

²Il modello di rating MSCI di Morgan Stanley Capital International, attribuisce alle organizzazioni che lo utilizzano un giudizio finale (lo IAS, Industry-Adjusted Score) in base all’esposizione ai rischi dell’azienda, alle opportunità ESG rilevanti per il settore, alla loro capacità di gestire tali rischi e opportunità rispetto ai *competitors*. Viene espresso in una scala che va da un massimo di “AAA” (è la posizione del “leader”, attesta il raggiungimento di un punteggio compreso tra 8,571 e 10) ad un minimo di “CCC” (per il “laggard”, qualora sia totalizzato un punteggio compreso tra 0 e 1,429).

³Società di Morningstar, è una delle principali società indipendenti di ricerca impegnata nella valutazione e analisi ESG.

⁴Tale differenza è maggiormente apprezzabile nel contesto dell’analisi finanziaria, in cui le varie agenzie di *credit rating* come Moody’s Standard & Poor’s e Fitch coesistono con IFRS⁵, rimanendo non altrettanto quando si parla di misurazione dei fattori ESG

3.2 I principali framework e normative di riferimento

Le aziende impegnate nella pubblicazione della dichiarazione di carattere non finanziario sono tenute a seguire una metodologia di rendicontazione, la quale dev'essere puntualmente indicata da ognuna all'interno dello stesso documento. Diversi modelli di *corporate reporting* non finanziario sono stati utilizzati dalle aziende per misurare e comunicare le loro performance, la cui scelta è facoltativa ed incide sugli indicatori di prestazione che devono essere adottati per il controllo e la valutazione delle attività. Solitamente, si distinguono gli standard di rendicontazione dai framework. I primi sono un insieme di criteri e linee guida utilizzati per valutare e misurare l'allineamento o l'adesione di un'azienda a determinati temi e parametri ESG⁶. Un framework ESG rappresenta un approccio più flessibile e orientato al processo: mentre gli standard forniscono linee guida specifiche e criteri definiti per la rendicontazione, un framework offre un approccio più adattabile che consente alle aziende di personalizzare la propria strategia di sostenibilità in base alle esigenze e alle caratteristiche del settore⁷. L'informativa non finanziaria che risulta dalla combinazione di entrambi può adattarsi maggiormente alle esigenze dei fornitori di capitale e ogni soggetto potenzialmente interessato a valutare la capacità di creazione di valore, piuttosto che rivolgersi a tutti gli stakeholders che ne vogliono valutare l'impatto di sostenibilità nel breve, medio e lungo termine. I modelli differiscono anche in relazione agli indicatori qualitativi, quantitativi e metriche utilizzate per la misurazione dei fattori ESG, le modalità di presentazione dell'informazione e la relazione con altre tipologie di informazioni. Nelle sezioni che seguono vengono presentate le principali caratteristiche degli standard maggiormente diffusi a livello internazionale ed europeo, enunciandone pregi e difetti, con particolare enfasi della loro connessione con temi legati alla dimensione economico-finanziaria.

⁶Un esempio sono gli IFRS Sustainability Disclosure Standards di International Sustainability Standards Board (ISSB) ed il suo predecessore, gli Sustainability Accounting Standards Board (SASB), anch'esso disciplinato dagli IFRS, nonché i GRI Standards.

⁷Un esempio è la Task Force on Climate related Financial Disclosure (TCFD)

3.2.1 Global Reporting Initiative standard (GRI)

Il GRI è un'organizzazione internazionale indipendente e no profit che nasce nel 1997 dall'accordo tra l'organizzazione governativa statunitense Coalition for Environmental Responsible Economies ed il Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente, allo scopo di ideare, promuovere e diffondere linee guida di generale adesione per la rendicontazione volontaria delle performance economiche, ambientali e sociali. GRI ha sviluppato uno standard di indicatori obiettivi per la comunicazione degli impatti positivi e negativi generati dalle attività aziendali, nonché la loro gestione, in un modo globalmente riconosciuto. Il framework GRI rappresenta un passo fondamentale verso la comparabilità delle informazioni e delle performance rendicontate e la definizione di un linguaggio comune per integrare i temi di sostenibilità nelle strategie aziendali. Tale framework rappresenta attualmente lo standard di disclosure ESG più diffuso e consente una visione olistica del valore creato, che va oltre la mera dimensione economica. Sono la prima e più importante cornice di riferimento per la rendicontazione non finanziaria e la loro applicazione è sempre più richiesta agli emittenti anche da parte dei grandi investitori istituzionali. L'integrazione strategica dei fattori economici, ambientali, sociali e di governance avviene attraverso l'analisi del contesto e degli scenari macroeconomici, finanziari, energetici e climatici di breve, medio e lungo termine al fine di individuare i fattori rilevanti per il *business*, l'analisi della materialità che identifica e confronta i temi prioritari per gli stakeholder e per l'azienda nella strategia di medio e lungo termine, la predisposizione di un Piano Strategico, il monitoraggio ed il reporting. Le principali funzioni a cui assolvono le linee guida rispondono all'esigenza delle imprese di essere supportate nella presentazione di uno scenario credibile delle proprie prestazioni in ambito economico, ambientale e sociale. Il GRI segue quindi un approccio basato sugli stakeholder nelle metriche adottate, a differenza di altri standard di rendicontazione che sono più *shareholder-oriented*. Le parti interessate sono definite dallo stesso ente come *“entità o individui che si può ragionevolmente ritenere che saranno influenzati in modo significativo dalle attività, dai prodotti o dai servizi dell'organizzazione; o le cui azioni possono ragionevolmente pregiudicare la capacità dell'organizzazione di attuare le proprie strategie o raggiungere i propri obiettivi”*. In tal senso, il concetto di materialità del GRI si avvicina a quello di doppia materialità che regola la disclosure ESG nella regolamentazione europea.

Dal gennaio 2023 sono in vigore i nuovi standard GRI, che sono suddivisi in *universal*, *sector* e *35 topic standard* per le tre dimensioni fondamentali della

sostenibilità e ridefiniscono alcuni concetti chiave.

Tra gli standard universali si incontra il GRI 1 (*foundation*), che chiarisce come utilizzare gli Standard GRI e consiglia alle organizzazioni di seguire una serie di passaggi per sviluppare un rapporto di sostenibilità secondo lo standard. Inoltre specifica i principi - tra cui l'accuratezza, l'equilibrio e verificabilità e la comparabilità - fondamentali per un report di buona qualità. Per il nuovo GRI 1, lo stakeholder è quell' "individuo o gruppo che ha un interesse sul quale le attività dell'azienda hanno o potrebbero avere un impatto" e con il termine "impatto" si definiscono gli effetti che un'organizzazione ha sull'economia.

Il GRI 2 (*general disclosures*), riferito alle informazioni organizzative e alla rendicontazione ed utile per riportare informazioni riguardanti l'organizzazione e le sue rendicontazioni, prevede un aggiornamento delle informative già esistenti e l'introduzione di una nuova informativa sugli impegni per una condotta aziendale responsabile che comprende il rispetto dei diritti umani ed il processo di *due diligence*⁸.

Il GRI 3 (*material topics*), contiene le informazioni utili alle organizzazioni per l'individuazione dei temi materiali in base al settore di appartenenza: la novità riguarda il nuovo approccio all'analisi di materialità, a cui viene affidato un peso maggiore rispetto a prima. In GRI 3 è infatti presente una nuova definizione di "tema materiale", ovvero "tema che rappresenta gli impatti più significativi dell'azienda sull'economia, l'ambiente e le persone, inclusi gli impatti sui diritti umani". L'analisi di materialità deriva dal processo di *due diligence*, che mette al centro il concetto di impatto positivo o negativo, effettivo o potenziale dell'azienda. Tali novità rendono la rendicontazione GRI coerente e comparabile con quella prevista dalla nuova direttiva europea in materia (Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD) e i principi emanati dalla Fondazione IFRS (International Financial Reporting Standard). La nuova informativa fornisce un'effettiva guida all'azienda nell'intero processo di definizione dei temi materiali, il quale è articolato in tre fasi, ognuna delle quali offre un approccio specifico per determinare, elencare e gestire ciascuno dei temi rilevanti per l'azienda. Gli standard specifici, infine, sono suddivisi in tre serie: il GRI 200, il GRI 300 e il GRI 400. I primi sono quelli relativi alla dimensione economico-finanziaria dell'azienda ovvero le condizioni economiche dei propri stakeholder e del sistema economico a livello locale, nazionale e globale. Questi descrivono il flusso di capitale tra i vari stakeholder, gli impatti economici dell'organizzazio-

⁸Il concetto di *due diligence* è il processo necessario ad identificare, prevenire, mitigare e rendicontare come l'organizzazione affronta i suoi impatti negativi reali e potenziali.

ne sulla società e la distribuzione del valore tra gli stakeholder. I secondi sono quelli relativi alla dimensione ambientale dell'azienda e descrivono le performance relative a *input* (materie prime, energia, acqua...), *output* (emissioni, scarichi, rifiuti...), biodiversità, rispetto di norme e regolamenti in materia ambientale, investimenti in ambito ambientale, impatto di prodotti e servizi. Infine, gli ultimi sono relativi alla dimensione sociale dell'azienda, vale a dire gli impatti dell'organizzazione sui sistemi sociali in cui essa opera e misurano le performance relative a pratiche di lavoro, diritti umani, società⁹. Un'ulteriore novità riguarda la creazione di standard specifici per 40 settori, iniziando da quelli che generano impatti ambientali, sociali ed economici considerevoli, come il petrolio e il gas, il carbone, l'agricoltura, l'acquacoltura e la pesca, e l'estrazione mineraria. Va specificato che in generale, tali standard non prevedono un processo di rating, ma assumono solo una funzione di linee guida utili alle organizzazioni per valutare determinati aspetti in termini di sostenibilità.

Dal punto di vista tecnico, infine, scompare la distinzione tra opzione “*core*” e “*comprehensive*”¹⁰. Finora, le aziende hanno potuto scegliere se rendicontare su alcune informative contenute nello Standard GRI 102 - General Disclosures (*core*) oppure su tutte (*comprehensive*), ma in futuro l'unica strada percorribile è quella di rendicontare su tutto, con qualche possibilità di omissione in specifici casi. Poiché il modello GRI è flessibile e modulabile, rimane la possibilità di scegliere se rendicontare “*in accordance with (GRI Standards)*” oppure “*with reference to*”. Nel primo caso, l'azienda decide di utilizzare il modello completo in quanto è in grado di adempiere a tutti i requisiti richiesti dallo standard, mentre nel secondo decide di rendicontare solo le tematiche rilevanti emerse dalla propria analisi di materialità, in quanto non è in grado di soddisfare tutti i requisiti per la rendicontazione in conformità ai GRI standards.

⁹Per uno sguardo di dettaglio sui singoli standard si consulti il sito: <https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-italian-translations/>

¹⁰Optando per l'opzione *core*, la rendicontazione deve coprire gli elementi fondamentali richiesti in un Bilancio di sostenibilità, per cui è necessario fornire tutte le informazioni richieste da almeno un indicatore specifico per ciascun tema rilevante identificato attraverso l'analisi di materialità. Con l'opzione *comprehensive*, la rendicontazione include anche aspetti aggiuntivi come l'etica, l'integrità, la governance e le strategie aziendali, tenendo conto di tutti i *Key Performance Indicator* definiti dallo standard. Infine, nel caso si opti per l'approccio *GRI-referenced*, la rendicontazione seguirà solo parzialmente gli standard del GRI. È importante notare che, attualmente, la maggior parte delle aziende predilige l'opzione *core*.

3.2.2 Integrated reporting standard (IR)

La creazione di valore per l'impresa è un obiettivo cruciale per il mantenimento del "capitale", così come questo viene inteso nella sua accezione attuale. Infatti, nel corso del tempo la concezione economica di "valore" si è evoluta e, nel 2013, l'International Integrated Reporting Council¹¹ ha creato un framework (IR framework) che tiene conto della multidimensionalità di tale concetto, che si declina in: capitale produttivo, intellettuale, umano, sociale e relazionale. Il capitale produttivo si riferisce ai beni e alle risorse utilizzate dalle imprese per produrre beni e servizi. Il capitale intellettuale si riferisce alle conoscenze, alle competenze e alle tecnologie utilizzate dall'impresa per innovare e creare valore. Il capitale umano si riferisce alla formazione e allo sviluppo delle competenze del personale dell'impresa, quello sociale alla relazione dell'impresa con la comunità in cui opera e al suo impatto sulla società. Infine, il capitale relazionale si riferisce alle relazioni dell'impresa con i propri fornitori, clienti e altri partner commerciali. Queste sei dimensioni del capitale concorrono alla generazione del *corporate shared value*. Queste forme di capitale, e quindi di valore, sono tra loro collegate, motivo per cui la capacità di un'impresa di generare capitale finanziario e produttivo è strettamente correlata alla capacità di creare valore per le altre entità. La visione strategica dell'IIRC promuove un reporting integrato è concentrato sulla capacità di un'impresa di creare valore con una visione orientata al futuro che offre vantaggi a tutti gli stakeholder interessati, che si caratterizza per la presentazione delle informazioni in un unico documento integrato con quelle finanziarie, il che permette di evidenziare come le performance dell'azienda dipendano dalla capacità di soddisfare le esigenze degli stakeholder.

3.2.3 Sustainability Accounting Standard Board (SASB)

Il Sustainability Accounting Standard Board (SASB) è una organizzazione no profit indipendente istituita nel 2011, che ha introdotto alcuni standard contabili in materia di sostenibilità, fondati sul principio della "materialità finanziaria" dei fattori ESG che devono essere oggetto di disclosure. L'approccio individuato da SASB sostiene come l'*accounting* di sostenibilità si suddivide in cinque aree di interesse che sono: *environment, social capital, human capital, business model & innovation e leadership & governance*. La particolarità di tali standard è che sono *industry-specific* e ad oggi coprono 77 settori industriali, per ognuno

¹¹L'International Integrated Reporting Council è un ente globale composto da organismi regolatori, investitori, aziende, enti normativi, professionisti e ONG.

dei quali sono identificati i *topic* in grado di influenzare il valore finanziario dell'organizzazione, le attività aziendali, la performance finanziaria sulla base dei rischi e opportunità specifiche nel settore considerato e dell'interesse degli investitori. SASB adotta un approccio *evidence-based* che permette agli investitori di valutare le ricadute degli aspetti materiali¹² sulle condizioni finanziarie dell'organizzazione, sulla base dei rischi e delle opportunità di medio e lungo periodo, delle norme che regolamentano il settore e l'analisi dei *competitors*. Vale la pena notare che il Global Reporting Initiative e il Sustainability Accounting Standards Board hanno annunciato una collaborazione nel 2020 per armonizzare i loro standard e promuovere una maggiore coerenza nelle relazioni di sostenibilità delle aziende. Questa collaborazione è avvenuta attraverso la pubblicazione di una guida che mira a mostrare come le aziende possono utilizzare entrambi i framework in modo sinergico¹³.

3.2.4 Task Force on Climate related Financial Disclosure (TCFD)

Il Financial Stability Board nel 2015 ha costituito l'unità operativa della Task Force on Climate Related Financial Disclosure, la quale fornisce delle raccomandazioni che formano un quadro di supporto per le aziende per lo sviluppo di un' informativa finanziaria relativa al clima efficace attraverso processi di rendicontazione già allora esistenti. Tali raccomandazioni riguardano le modalità con cui dare evidenza nei bilanci, dei rischi e delle opportunità legate al cambiamento climatico, delle misure, degli strumenti e delle decisioni atte a mitigarne gli effetti. Gli obiettivi della TCFD sono la promozione di investimenti più informati sul tema della sostenibilità ambientale e l'analisi delle esposizioni del sistema finanziario ai rischi climatici. Nella sua relazione del 2017¹⁴, ha sottolineato l'importanza della trasparenza nella determinazione del prezzo del rischio, compreso il rischio legato al cambiamento climatico, per supportare decisioni informate ed efficienti sull'allocazione del capitale. La TCFD raccomanda che le imprese integrino all'ordinaria documentazione annuale pubblica, le informazioni finanziarie

¹²Il SASB ha elaborato una matrice di materialità tenendo conto dei temi di sostenibilità che una società dovrebbe comunicare ai propri investitori in quanto rilevanti dal punto di vista finanziario. Si veda: <https://www.sasb.org/standard/materiality-map/>

¹³Si veda: <https://www.globalreporting.org/media/mlkjpni/gri-sasb-joint-publication-april-2021.pdf>

¹⁴<https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2021/10/FINAL-2017-TCFD-Report.pdf>

relative al proprio impatto e contributo al clima, che vengono ripartite in quattro aree tematiche:

- *Governance*: è richiesta la pubblicazione di informazioni sulla governance dell'organizzazione in merito ai rischi e alle opportunità legati al clima, una descrizione del modo in cui il Consiglio di Amministrazione ne esercita il controllo e delle modalità di svolgimento della valutazione e della gestione dei rischi;
- *Strategy*: viene richiesta la descrizione degli impatti attuali e potenziali dei rischi e delle opportunità connessi al clima sul modello aziendale, sulla strategia e sulla pianificazione finanziaria dell'organizzazione relativamente alle analisi svolte nel breve, medio e lungo termine, la descrizione della strategia e la pianificazione finanziaria adottata anche in considerazione ad una gamma di scenari climatici diversi, tra cui uno scenario di aumento delle temperature inferiore o uguale a 2° C, in linea con l'Accordo di Parigi;
- *Risk management*: le imprese sono tenute a descrivere i processi utilizzati dall'organizzazione per individuare, valutare e gestire i rischi legati al clima, ed in che modo questi vengono integrati nella gestione complessiva dei rischi;
- *Metrics and targets*: infine devono pubblicare informazioni rilevanti sulle metriche e sugli obiettivi utilizzati per valutare e gestire i rischi e le opportunità riguardo al clima, come ad esempio le emissioni di gas a effetto serra (GHG) e i rischi connessi. Questo ultimo punto vuole sottolineare l'importanza di misurare e valutare gestire le questioni attorno alla sostenibilità mediante metriche target ed indicatori uniformi e coerenti.

Inoltre, la Task Force definisce i due fattori di rischio principali che hanno un impatto sulle attività economiche, e che a loro volta influiscono sul sistema finanziario:

- Il rischio fisico (*physical risk*), ovvero l'impatto finanziario dei cambiamenti climatici, compresi eventi meteorologici estremi più frequenti e mutamenti del clima, il degrado ambientale, l'inquinamento atmosferico, dell'acqua e del suolo, lo stress idrico, la perdita di biodiversità e la deforestazione. Il rischio fisico si classifica a sua volta in due categorie: "acuto" se causato da eventi estremi quali siccità, alluvioni e tempeste, e "cronico" se provocato da mutamenti progressivi quali aumento delle temperature, innalzamento



Figura 3.1: Elementi chiave delle raccomandazioni della Task Force on Climate Related Financial Disclosure

del livello del mare, stress idrico, perdita di biodiversità, cambio di destinazione dei terreni, distruzione degli habitat e scarsità di risorse. Tale rischio può determinare direttamente, ad esempio, danni materiali agli asset o un calo della produttività, oppure indirettamente eventi successivi quali l'interruzione delle catene produttive.

- Il rischio di transizione (*transitional risk*), cioè la perdita finanziaria in cui può incorrere un ente, direttamente o indirettamente, a seguito del processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale. Tale situazione potrebbe essere causata, ad esempio, dall'adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o dal mutare della fiducia e delle preferenze dei mercati.

Inoltre, i rischi fisici e di transizione possono a loro volta causare perdite derivanti direttamente o indirettamente da azioni legali ("rischio di responsabilità legale") nonché dal danno reputazionale che emerge qualora il pubblico, le controparti o gli investitori associano all'ente degli effetti ambientali avversi ("rischio reputazionale").

3.2.5 European Sustainability Reporting Standard (ESRS)

La proposta di CSRD introdurrà standard obbligatori di reporting di sostenibilità: la Commissione Europea ha attribuito all'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) il compito di sviluppare gli EU Sustainability Reporting Standard (ESRS). Quest'ente a livello europeo, il cui ruolo è fino ad oggi stato quello di consigliare la Commissione sull'adozione di standard internazionali di rendicontazione finanziaria nel diritto dell'UE, ha predisposto tali standard aventi ad obiettivo quello di garantire che vi sia standardizzazione nella predisposizione dei report di sostenibilità per garantirne la confrontabilità. Gli standard proposti integrano gli indicatori ed i dati di dettaglio derivanti dalle principali iniziative volontarie e dalle norme europee: sono stati coordinati con il Regolamento Tassonomia, i principali standard globali di rendicontazione integrando nella disclosure le informazioni ed i dati da questi previste (tra cui TCFD e GRI). EFRAG utilizza il concetto di "doppia materialità": un tema di sostenibilità, dal punto di vista dell'impatto, è materiale se è la fonte di impatti significativi (effettivi o potenziali) dell'impresa su persone o sull'ambiente. Un tema di sostenibilità, invece, è rilevante dal punto di vista finanziario se ha, o può avere, effetti finanziari significativi sull'impresa, quindi se influenza i suoi flussi finanziari e, dunque, il valore dell'impresa. Inoltre, la disclosure viene estesa obbligatoriamente anche alla catena del valore: le imprese dovranno infatti includere le informazioni materiali relative ai partner per consentire agli stakeholder di comprendere come questi influenzino gli impatti, i rischi e le opportunità dell'impresa. Tale informativa è già richiesta da GRI, il quale permette di omettere l'informativa in caso di assenza o incompletezza del dato, mentre gli ESRS in questo stesso caso richiedono di effettuarne una stima. Gli standard proposti si suddividono in due standard trasversali riguardanti tutti i fattori della sostenibilità e applicabili a tutte le imprese a prescindere dal settore di appartenenza e undici ulteriori standard specifici su temi E,S,G. Tra gli standard trasversali, l'ESRS 1 ("Requisiti generali") stabilisce i principi generali applicabili nella rendicontazione ma non stabilisce di per sé specifici requisiti di informativa, mentre l'ESRS 2 ("Informazioni generali") specifica quali sono le informazioni essenziali da divulgare ed è obbligatorio per tutte le società che rientrano nell'ambito CSRD. Gli standard specifici sono suddivisibili come mostrato in Tabella 3.1:

I principi entreranno in vigore dal 1° gennaio 2024, e le informazioni dovranno essere incluse all'interno della relazione sulla gestione, quindi assoggettate ad

Ambientali	Sociali	Governance
<ul style="list-style-type: none"> - E1: Cambiamento climatico - E2: Inquinamento - E3: Acqua e risorse marine - E4: Biodiversità ed ecosistemi - E5: Risorse ed economia circolare 	<ul style="list-style-type: none"> - S1: Forza lavoro utilizzata - S2: Lavoratori nella catena del valore - S3: Comunità interessate - S4: Consumatori ed utenti finali 	<ul style="list-style-type: none"> - G1: Conduzione dell'attività

Tabella 3.1: Temi trattati negli standard ESRS specifici

un obbligo di *assurance*¹⁵. Inoltre, i principi di rendicontazione di sostenibilità sono stati concepiti tenendo conto anche delle linee guida fornite dall'International Sustainability Standards Board e dalla Global Reporting Initiative. Questo approccio è stato adottato con l'intento di promuovere un alto livello di coerenza e compatibilità tra gli standard adottati nell'Unione Europea e quelli utilizzati a livello internazionale.

3.2.6 International Sustainability Standards Board (ISSB)

Molteplici iniziative avviate a livello europeo e globale sono mirate a promuovere una maggiore uniformità negli standard per la rendicontazione finanziaria: l'idea è quella di creare linea guida completa di base globale di informazioni sulla sostenibilità. Tra queste, spicca in particolare l'importante iniziativa rappresentata dalla fondazione dell'International Sustainability Standards Board (ISSB), realizzata nel novembre 2021 da parte della IFRS Foundation in risposta a richieste dai mercati dei capitali globali. Quest'ultima è l'entità che promuove i noti principi contabili internazionali IAS¹⁶/IFRS, che sono universalmente riconosciuti come gli standard di rendicontazione finanziaria più ampiamente adottati a livello mondiale.

¹⁵Inizialmente sarà richiesta solo una "*limited assurance*", che verrà sostituita, a seguito, da una "*reasonable assurance*". Le differenze tra le due sono identificabili nella tipologia di verifiche condotte dal revisore. Nel primo caso egli comunica se, in base alle analisi svolte, sia presunta la presenza di informazioni errate nel bilancio, mentre con la seconda egli comunica il proprio giudizio a seguito di una procedura basata sulla misurazione e sulla valutazione fondata su criteri determinati. Per un approfondimento, si veda il paragrafo 3.3.4

¹⁶International Accounting Standards

Le informazioni non finanziarie hanno valore nella misura in cui aggiungono dettagli e informazioni supplementari rispetto a quanto può essere dedotto dalle relazioni finanziarie: per quanto possa apparire scontata, questa affermazione solleva interrogativi complessi che non hanno soluzioni immediate, poiché i confini tra informazioni finanziarie e non finanziarie sono tutt'altro che chiari, posto che i due campi informativi sono interconnessi. È sufficiente a tal riguardo considerare che la tutela di interessi di alcune categorie stakeholders, sebbene collegata alle politiche di sostenibilità, può influenzare il risultato finanziario nel breve termine con conseguenze per i bilanci aziendali¹⁷. Il 26 giugno 2023, l'International Sustainability Standard Board ha emesso i suoi primi due IFRS Sustainability Disclosure Standard, inaugurando una nuova era nel reporting aziendale internazionale. L'ISSB definisce le informazioni finanziarie legate alla sostenibilità come segue: “informazioni che forniscono informazioni su rischi e opportunità legati alla sostenibilità che influiscono sul valore aziendale, fornendo una base sufficiente per gli utenti informativa finanziaria di carattere generale per valutare le risorse e le relazioni su cui si basa il modello di *business* di un'entità e la strategia per sostenere e sviluppare quel modello dipendono”¹⁸. In linea con la definizione che si ritrova negli IFRS, ISSB definisce la “materialità” concentrandosi sugli utilizzatori primari delle informazioni fornite con il bilancio, investitori e creditori, e su come ci si possa ragionevolmente attendere che le informazioni influiscano sulla valutazione di questi del valore dell'impresa e, quindi, sulle loro scelte di investimento. I due standard attualmente emanati ed in vigore sono:

- IFRS S1: Requisiti generali per l'informativa finanziaria relativa alla sostenibilità, stabilisce i requisiti generali di reporting di sostenibilità relativi all'informativa finanziaria. Il giudizio di materialità è svolto con riguardo alle informazioni finanziarie sulla sostenibilità necessarie agli utilizzatori del bilancio per la determinazione del valore aziendale¹⁹. Per superare la dualità tra documentazione finanziaria e non finanziaria si propone la predisposizio-

¹⁷Questa situazione si verifica, ad esempio, quando l'azienda affronta spese per migliorare le condizioni di lavoro dei dipendenti o per acquistare macchinari meno inquinanti.

¹⁸Vedi: IFRS Sustainability, Exposure Draft - IFRS Sustainability Disclosure Standard (International Sustainability Standards Board marzo 2022) accessibile in: <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2022/03/issb-delivers-proposals-that-create-comprehensive-global-baseline-of-sustainability-disclosures/>

¹⁹Il valore aziendale, o *enterprise value* è dato dalla somma tra il patrimonio netto e l'indebitamento di una società. Riflette le aspettative sui flussi di cassa della stessa, quindi sul suo accesso ai finanziamenti dato il costo del capitale a breve, medio o lungo termine. Per la stima di tale valore, non sono sufficienti le sole informazioni riportate a bilancio, ma devono essere incluse anche quelle riferite alle persone, al pianeta e all'economia.

ne di un unico documento globale che contiene, al suo interno, informazioni finanziarie, fino ad oggi presenti nell'informativa finanziaria, e informazioni non finanziarie, finora rese note attraverso un rendiconto diverso dal bilancio e giuridicamente distaccate da quest'ultimo. Quest'ultimo richiede a un'entità di divulgare informazioni su tutti i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità che potrebbero ragionevolmente influire sulle prospettive dell'entità.

- IFRS S2: Informazioni relative al clima, richiede che un'entità fornisca informazioni sui rischi e sulle opportunità legati al clima che potrebbero ragionevolmente incidere sui flussi finanziari dell'entità, sul suo accesso ai finanziamenti o sul costo del capitale nel breve, medio o lungo termine, affinché un investitore possa valutarne l'effetto sul valore aziendale.

Gli standard ISSB si basano sulla struttura a quattro pilastri (governance, strategia, gestione del rischio e metriche e obiettivi) secondo un approccio coerente da quello fissato dalla Task Force. Per quanto riguarda l'entrata in vigore degli standard, sia IFRS S1 che IFRS S2 sono applicabili agli esercizi che inizieranno il 1 gennaio 2024. Inoltre, l'International Sustainability Standards Board manterrà una stretta collaborazione con il Global Reporting Initiative al fine di favorire una rendicontazione efficiente ed efficace quando gli Standard ISSB vengono utilizzati insieme ad altri standard di rendicontazione. Questo in quanto, seppur con obiettivi distinti, i due standard sono complementari: GRI garantisce la trasparenza sugli impatti delle organizzazioni sulle persone e sul pianeta, mentre ISSB standard si concentra sull'appoggio a mercati dei capitali efficienti e resilienti. Per concludere, va notato che al momento gli standard ISSB sono orientati esclusivamente verso le questioni legate al clima (a differenza degli standard dell'EFRAG che abbracciano anche questioni sociali e di governance) e che non devono essere obbligatoriamente adottati ma rappresentano delle linee guida (mentre gli standard EFRAG lo diventeranno per tutti gli Stati membri europei a partire dal 2025). Con l'avvento di questi rapidi cambiamenti nel panorama del reporting di sostenibilità, le aziende dovranno essere in grado di stabilire un chiaro collegamento e allineamento alla nuova informativa adeguando i propri quadri di rendicontazione di sostenibilità esistenti.

3.3 Processo di rendicontazione dei fattori ESG

Per fattori ESG si intendono degli ambiti che influenzano le attività aziendali e che a loro volta ne sono influenzati, e rispondono all'esigenza di allargare l'ambito di valutazione aziendale rispetto alla sfera esclusivamente economica. Il report di sostenibilità non è solo un documento consuntivo che mostra i risultati raggiunti dall'azienda durante un dato anno di esercizio, ma dev'essere anche uno strumento che mette in relazione le performance economico-finanziarie con gli obiettivi dichiarati in ambito sociale e ambientale. Affinché il report costituisca, effettivamente, uno strumento chiaro e trasparente è necessario che il processo per la sua redazione sia preciso e accurato. Sono quattro i motivi che rendono necessaria la rendicontazione e la misurazione di tali fattori, in modo che questi siano connessi a parametri oggettivi, misurabili e quantificabili: evitare fenomeni di *greenwashing*, valutare le performance di sostenibilità, migliorare la disclosure e mappare correttamente i rischi collegati alla sostenibilità e alla loro quantificazione. Le fasi principali del processo di reporting di una qualsiasi organizzazione possono essere così riassunte:

1. Definizione dell'impegno per la sostenibilità, con l'obiettivo di rendere conto delle proprie performance e sviluppare una strategia di sostenibilità, affinché il report non sia solo un mero esercizio dettato dalle esigenze momentanee, ma rappresenti l'avvio di un percorso più ampio verso un modello di *business* sostenibile;
2. Analisi della materialità, cioè determinare i temi di sostenibilità maggiormente rilevanti per l'azienda e per i suoi stakeholder;
3. Definizione dei KPIs in grado di misurare le performance economiche, sociali e ambientali dell'azienda;
4. Raccolta dati, verifica e validazione interna secondo un processo da costruire con le funzioni responsabili;
5. Definizione degli obiettivi e del piano di miglioramento: completata la raccolta delle informazioni, i dati sono oggetto di un'analisi che porterà l'azienda a identificare le aree con maggior necessità di intervento e a definire gli obiettivi che comporranno il proprio piano di miglioramento. Tali obiettivi costituiscono il riferimento su cui l'azienda misurerà i propri progressi per l'anno successivo.

Dal un punto di vista teorico, le informazioni che si incontrano all'interno dei report di sostenibilità, o “di natura non finanziaria”, sono suddivisibili in due categorie distinte: da un lato, si trovano le informazioni relative agli aspetti ESG che non trovano riscontro nei bilanci suscettibili di incidere sul valore della medesima e perciò influenzare le scelte degli investitori. Dall'altro lato, si trovano informazioni riguardanti fattori ed eventi correlati all'operato dell'azienda che impattano sull'ambiente e sulla comunità circostante, ma che in linea teorica non dovrebbero influenzare il valore e la performance aziendale. La decisione su quale di queste due categorie di informazioni debba essere riflessa nei report di sostenibilità dipende dagli standard di rendicontazione utilizzati. Come già preannunciato, a contribuire alle differenze esistenti tra i vari insiemi di standard di rendicontazione non finanziaria è soprattutto il concetto di “materialità” che tali standard incorporano, il quale in gran parte definisce l'ampiezza delle informazioni che devono essere presenti nei report, sia finanziari che non finanziari, dell'azienda. In questa parte dell'elaborato, l'intento perseguito è quindi quello di porre un *focus* sulle fasi centrali del processo di redazione del report aziendale, analizzando le *best practices* aziendali.

3.3.1 L'analisi della materialità

L'integrazione strategica dei fattori economici, ambientali, sociali e di governance segue un processo strutturato che ha inizio con l'analisi dettagliata del contesto e delle prospettive macroeconomiche, finanziarie, energetiche e climatiche a breve, medio e lungo termine. L'obiettivo è individuare i fattori che rivestono importanza cruciale per l'attività aziendale, considerando aspetti competitivi, sostenibilità, normativi e regolatori. Segue poi un'analisi di materialità che mira a identificare e valutare i temi prioritari per gli stakeholder e per l'azienda stessa nella strategia a medio e lungo termine. Questi temi, una volta identificati, vengono integrati nella stesura del Bilancio di Sostenibilità. Nell'ambito della rendicontazione finanziaria esiste un concetto unico di “materialità” secondo il quale, come enunciato dallo IAS 1, un'informazione è considerata “materiale” qualora sia ragionevolmente presumibile che l'omissione, l'indicazione errata o l'occultamento di tale informazione potrebbe influenzare le decisioni prese dai principali utilizzatori dei bilanci preparati per scopi generali, basati su tali bilanci che forniscono informazioni finanziarie riguardo all'entità specifica che sta redigendo il bilancio. Diversamente da tale situazione, nell'ambito della rendicontazione non finanziaria, gli *standard setter* considerano la nozione di materialità in modi dif-

ferenti. Ad esempio, principi SASB si fondano su una nozione di materialità che coincide con quella appena menzionata: l'informazione di sostenibilità è diretta (al pari dell'informazione finanziaria) principalmente ai soci ed agli investitori. La stessa impostazione non è condivisa da altri *standard setter* come EFRAG, che fonda l'elaborazione dei principi di rendicontazione non finanziaria su una più ampia nozione di materialità, la cosiddetta *double materiality*. Quest'ultima ha ampia diffusione in numerosi Paesi, tra i quali l'Italia dove tutte le società quotate adottano tali principi per la predisposizione delle loro relazioni non finanziarie. Tale nuova definizione di materialità è stata coniata dalla Commissione Europea nel 2019 in sede di proposta della CSRD. In base al principio di doppia rilevanza della materialità, le imprese “dovrebbero comunicare informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sulla loro attività, nonché informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto delle imprese sulle persone e sull'ambiente”, includendo nei bilanci sia informazioni utili “alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione”, sia dati informativi sull'impatto delle attività dell'impresa sugli aspetti ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta alla corruzione. Sebbene sia ben definita a livello teorico, il concetto di doppia materialità pone complessi quesiti quando si tratta di metterlo in pratica. Nello specifico, in questo contesto, emerge la difficoltà nel distinguere tra le informazioni che influenzano il valore e la performance aziendale e quelle che riguardano l'impatto ambientale e sociale dell'azienda. Inoltre, è plausibile che nel corso del tempo, a causa dell'evoluzione dei mercati e delle politiche pubbliche in risposta ai cambiamenti climatici, i rischi di sostenibilità e quelli finanziari tenderanno a intersecarsi in modo sempre più marcato. Ciò poiché le conseguenze positive e/o negative che le aziende potranno generare per il clima si tradurranno via via in opportunità di *business* e/o rischi finanziari di crescente rilevanza. Ogni azienda dovrebbe essere in grado di esaminare in modo approfondito il proprio modello di *business* e la propria strategia per capire in che modo questi influenzano la sostenibilità. Il primo passo nella definizione di una *policy* aziendale rivolta alla sostenibilità è la mappatura di tutti gli aspetti rilevanti, attuali e potenziali, legati alla sostenibilità. L'analisi di materialità è il processo che consiste nell'individuare gli aspetti rilevanti per l'azienda e per i suoi stakeholder che incidono significativamente sulla capacità di creare valore nel tempo, vale a dire i temi materiali che rappresentano gli impatti più significativi dell'organizzazione su economia, ambiente e persone. L'analisi di materialità si sostanzia nella valu-

tazione dei temi prioritari per le strategie aziendali e per gli stakeholder mediante una matrice delle priorità, che è rilevante per orientare la definizione degli obiettivi di sostenibilità. Tale analisi si fonda sul concetto di “doppia materialità”, vale a dire l’unione di “materialità d’impatto” (prospettiva *inside-out*) ossia gli impatti generati, negativi e positivi, effettivi e potenziali sulle persone e/o sull’ambiente causati dalle operazioni e dagli investimenti, dai prodotti e/o servizi o dalla sua catena del valore nel breve, medio o lungo termine e “materialità finanziaria” (prospettiva *outside-in*) ossia gli impatti subiti, negativi e positivi, effettivi e potenziali. I temi materiali generano rischi od opportunità che possono influenzare positivamente o negativamente la performance economico-finanziaria e, pertanto, creare o distruggere valore aziendale. La tabella che segue riassume la definizione di materialità enunciata dai diversi *standard setters*:

GRI <i>Impact materiality</i>	ISSB, SASB <i>Financial materiality</i>	EFRAG <i>Double materiality</i>
I temi prioritari sono quelli che descrivono gli impatti su economia, ambiente e persone	L’impresa valuta l’impatto delle questioni di sostenibilità sul valore aziendale	I temi materiali hanno impatto sia su persone e ambiente (<i>inside-out</i>) che sull’impresa (<i>outside-in</i>).

Tabella 3.2: Definizione di materialità secondo diversi standard di rendicontazione

3.3.2 La misurazione mediante Key Performance Indicators

Uno dei temi di maggiore rilevanza nell’ambito della disciplina dell’informazione sulla sostenibilità è sicuramente la creazione di un sistema di regole che vada oltre la semplice fornitura di dati informativi. Questo aspetto si focalizza principalmente sulla definizione dei criteri per misurare la sostenibilità delle imprese e sulla sfida dell’armonizzazione di tali criteri. Questo processo ha già condotto all’emergere di agenzie specializzate che non solo forniscono consulenza alle imprese sull’informazione relativa alla sostenibilità, ma che hanno anche sviluppato metodi di “misurazione” della sostenibilità aziendale. Una volta individuati i temi materiali, il passo successivo consiste nella definizione degli obiettivi di miglioramento che devono essere specifici, misurabili, realistici, pertinenti e limitati nel tempo, e le conseguenti azioni da intraprendere. La parte più complessa riguarda la selezione di indicatori appropriati per il monitoraggio delle prestazioni rispetto agli obiettivi e i livelli stessi di prestazione che l’azienda vuole rag-

giungere. Tali indicatori sono generalmente conosciuti come *Key Performance Indicators* (KPIs), in ragione del ruolo chiave nel perseguimento della strategia. Gli indicatori di performance rappresentano informazioni semplificate, sintetiche e comunicabili, che assolvono i requisiti di misurazione, gestione e comunicazione della strategia per il perseguimento della sostenibilità aziendale, e nel complesso uno strumento potente e immediato per ridurre concetti ampi e complessi come la “sostenibilità” in termini numerici o misure descrittive in grado di guidare il processo decisionale.

L’interesse delle imprese alla disclosure di informazioni non si limita solamente agli aspetti strettamente economico-finanziari, ma sono divulgati altresì una serie di indicatori non finanziari che rappresentano strumenti di misura quantitativi o qualitativi, normalmente, ma non necessariamente, di natura non monetaria, in grado di mostrare i fattori che possono generare effetti e impatti sulla situazione aziendale. Tali parametri possono essere differenziati sulla base del settore di appartenenza, con riguardo all’entità e alla complessità della sua attività. La sottovalutazione di un indicatore chiave può condurre a trascurare delle informazioni importanti: se è chiaro che misurare sia una parte fondamentale del processo di miglioramento continuo imposto dal concetto di sostenibilità, è tuttavia meno chiaro quali misurazioni debbano essere rilevate e monitorate. La difficoltà più grande per le aziende sta proprio nella comprensione di ciò che conta e nella misurazione accurata degli effetti del proprio operato in termini ambientali e sociali, oltre che economici. La mole di informazioni è enorme e caotica ed è difficilmente scomponibile in piccole unità informative, che siano gestibili e immediatamente comprensibili. In generale, un buon KPI deve detenere le seguenti qualità per assolvere all’obiettivo primario della misurazione, che consiste nel generare informazioni rilevanti per definire le azioni future:

1. **Facilità e comprensibilità:** se un indicatore non è immediatamente comprensibile a causa di metriche troppo complesse o incoerenti, la sua utilità è molto limitata, sia come strumento di governance interna, sia come mezzo di comunicazione verso l’esterno. Gli indicatori devono essere selezionati in base soprattutto alla loro comprensibilità e fruibilità al fine di evitare interpretazioni sbagliate o tendenziose.
2. **Significatività:** gli indicatori devono supportare il processo decisionale identificando spazi e opportunità di miglioramento. Devono essere significativi e bilanciati tra tecnicismi e informazioni troppo generiche.

3. **Comprensività:** i KPIs selezionati devono essere in grado di coprire tutti i principali aspetti e impatti significativi.
4. **Gestibilità e comparabilità:** le evoluzioni rilevate dagli indicatori devono essere valutate assicurando la comparabilità e replicabilità dei risultati. Se gli indicatori sono sviluppati sulla base di standard riconosciuti, offrono inoltre la possibilità di un continuo *benchmark* rispetto all'arena competitiva.
5. **Controllabilità:** la controllabilità di un indicatore dipende dalla capacità del management di influenzare tale indicatore con le proprie azioni. Questo permette di rendere conto ai propri stakeholder dei progressi ottenuti in maniera evidente.
6. **Continuità:** un indicatore che non venga continuamente aggiornato e monitorato, o che non sia possibile aggiornare con costanza, non permette di tracciare efficacemente i cambiamenti e dovrebbe essere scartato dal set da impiegare.

La misurazione della performance aziendale mediante KPIs deve integrare aspetti di carattere economico, ambientale e sociale per raggiungere consapevolezza della performance aziendale complessiva.

- I KPIs di performance economica permettono la misurazione del grado di sostenibilità relativamente a target di natura meramente economica: si tratta di indicatori che mostrano i risultati finanziari ed il vantaggio competitivo dell'azienda.
- I KPIs di performance ambientale sono innumerevoli e si distinguono in indicatori operativi o *Operational performance indicators-OPI* (concentrati sugli *input* impiegati, quali energia, acqua e materiali, o sugli *output*, quali rifiuti, emissioni, reflui) e di gestionali o *Management performance indicators-MPI*, che sono di carattere più qualitativo e riguardano le informazioni sulla capacità del management di influenzare la sostenibilità delle attività aziendali. Ne fanno parte, ad esempio, il numero di impiegati con responsabilità in temi ambientali, le ore di formazione su tali temi. Infine gli indicatori di performance ambientale o *Environmental Conditions Indicators-ECI* valutano le condizioni ambientali delle aree impattate dall'attività dell'azienda. La norma tecnica di riferimento per la costruzione di questi ul-

timi indicatori è la certificazione UNI EN ISO 14031²⁰. Tale certificazione illustra un processo per la valutazione delle prestazioni ambientali *Environmental performance evaluation* - EPE, che consente alle organizzazioni di misurare, valutare e comunicare le proprie prestazioni ambientali utilizzando gli indicatori chiave di prestazione che siano basati su informazioni affidabili e verificabili.

- I KPIs di performance sociale riguardano la sicurezza degli impiegati, la cui certificazione a supporto è la UNI EN ISO 45001, uno standard internazionale per la gestione della salute e della sicurezza sui luoghi di lavoro. Sono KPIs legati alla sfera sociale anche quelli che trattano gli aspetti legati al *work-life balance* e alle attività benefiche intraprese in favore delle comunità locali, gli standard adottati e le iniziative volontarie, i premi e riconoscimenti ricevuti per la gestione delle politiche sociali, gli indicatori H&S (come gli infortuni sul lavoro, i giorni di assenza, ecc.), gli standard etici, la politica di lotta alla corruzione, di trasparenza, e di tutela dei diritti umani.
- I KPIs di governance, che informano sull'operato dell'organizzazione circa i controlli interni, le politiche, i principi e procedure, la composizione del consiglio, la retribuzione dei dirigenti, la struttura del comitato di controllo, i diritti degli azionisti, la corruzione, i contributi politici.

Una volta individuati gli indicatori e le relative modalità di misurazione, i risultati sono analizzati e comunicati all'interno e all'esterno attraverso la loro pubblicazione in un report di sostenibilità, che deve essere in grado di dimostrare il coinvolgimento dell'azienda e generare consapevolezza negli azionisti e negli altri stakeholder, primi fra tutti le autorità competenti e di controllo e i fornitori.

²⁰La certificazione ISO 14031 si basa su un approccio ciclico noto come Plan-Do-Check-Act o ciclo di Deming. Questo ciclo sottolinea l'importanza del sistema di indicatori nella fase di "pianificazione", ma affinché sia realmente efficace, deve essere seguito anche nelle altre fasi di implementazione, controllo e azione. La fase di "effettuazione" richiede l'assegnazione di ruoli e responsabilità ai soggetti incaricati di raccogliere e analizzare i dati necessari in modo costante, regolare e sistematico. Una volta raccolti, i dati devono essere tradotti in informazioni chiare attraverso l'analisi e la conversione delle misurazioni in indicatori significativi. Durante questa fase, è altresì consigliabile raccogliere informazioni qualitative che aiutino a individuare gli aspetti di sostenibilità più rilevanti, che successivamente verranno valutati attraverso misurazioni quantitative. Una volta sviluppati gli indicatori, i risultati delle performance devono essere attentamente analizzati e comunicati sia internamente sia esternamente tramite la preparazione di un report di sostenibilità. Questo report è finalizzato a dimostrare l'impegno dell'azienda verso gli stakeholder. Il ciclo si conclude con una revisione e il miglioramento del piano di sostenibilità dell'azienda e del sistema di valutazione, garantendo così un processo di miglioramento continuo.

Dietro ad ogni indicatore, risiedono invece le metriche di performance, e per ogni indicatore è possibile utilizzarne diverse. Si tratta di misure quantificabili per valutare le prestazioni o il progresso. Per esempio, le misure adottabili per valutare le prestazioni energetiche potrebbero essere il consumo annuale di energia (in KWh/anno), il miglioramento ottenuto nel periodo considerato (espresso come percentuale di riduzione del consumo), o ancora il risparmio in termini di spese per l'energia impiegata (KWh x mln €/anno risparmiati). Le metriche possono essere classificate come qualitative, se basate su valutazioni, o quantitative, se fondate su dati empirici. Un'altra possibile distinzione riguarda le misure assolute rispetto a quelle relative, dove le prime si basano su una dimensione definita, mentre le seconde sono legate a un'altra variabile. Tra le misure relative, particolarmente interessanti sono quelle che dipendono dal tempo, in quanto forniscono un'indicazione sulla variazione di una misura quantitativa nel corso di un intervallo temporale. Gli indicatori e i KPIs condividono alcune somiglianze, ma la loro differenza distintiva risiede nel contesto specifico di ciascun *business*. Non tutte le metriche che misurano qualcosa possono essere considerate "chiave", e qui sta proprio la distinzione tra un indicatore e un KPI: quando uno specifico indicatore è ritenuto fondamentale per il *business*, allora diventa un KPI. Di conseguenza, la selezione degli indicatori richiede un'attenzione particolare, poiché dipende dallo studio del *business* in questione e di ciò che veramente influisce sulla stabilità dell'attività.

3.3.3 Disclosure non finanziaria tra quantificazione e narrazione

Alla luce di quanto esposto fin'ora, risulta chiaro come le forme di esposizione delle informazioni non finanziarie sembrano richiedere un'armoniosa combinazione tra dati numerici e descrizione narrativa, senza la quale non sarebbe possibile ottenere una rappresentazione completa al dato quantitativo. Allo stesso tempo è evidente che tali rapporti non possono limitarsi a fornire unicamente un'analisi descrittiva: la crescente esigenza da parte degli investitori istituzionali di valutare l'impatto degli elementi ESG sulla redditività delle singole aziende e sui rischi associati, influenzando così l'andamento dell'intero portafoglio di titoli detenuto dagli investitori, rende sempre più essenziale la misurazione dell'effetto delle politiche di sostenibilità adottate dalle aziende. La componente intrinsecamente (anche) numerica e quantitativa dell'informazione non finanziaria è già attestata nelle normative esistenti, in particolare nell'articolo 8 del Regolamento 2020/852,

ed è opportuno sottolineare la sua importanza è destinata a crescere gradualmente, in parallelo con il miglioramento degli standard e delle metodologie di misurazione. Oltre a ciò, mentre l'informazione finanziaria si concentra in gran parte sul passato, quella non finanziaria abbraccia necessariamente una prospettiva orientata al futuro, spesso anticipando scenari. La richiesta di informazioni orientate agli scenari che prevedono diverse possibili evoluzioni di uno stesso fenomeno, offre un esempio delle complessità che possono emergere in questo contesto. Un ulteriore aspetto riguarda il fatto che l'orizzonte temporale di alcune informazioni può essere anche distante nel tempo (si pensi, ad esempio, alla divulgazione relativa all'obiettivo di ridurre le emissioni di CO₂ entro il 2050). Tali dati in forma previsionale non implicano automaticamente, considerando anche il principio di competenza che guida la compilazione dei bilanci, la registrazione di voci nei bilanci aziendali nell'anno contabile considerato, e non possono pertanto essere relazionati con le informazioni in essi contenute. Data la natura prospettica delle informazioni, è necessario che sia fornita un'illustrazione completa e chiara dei presupposti su cui si basa la divulgazione. Detto questo, è altrettanto cruciale sottolineare che per migliorare la significatività delle informazioni nei report di sostenibilità, anche per coloro che non sono esperti, la componente narrativa riveste un'importanza fondamentale come completamento necessario dei dati quantitativi, soprattutto per i contesti in cui questi dati possono risultare meno affidabili a causa della mancanza di sistemi di misurazione precisi, e per agevolare la connessione tra le informazioni finanziarie e non finanziarie. Tali connessioni possono essere di natura diretta o indiretta: nel primo caso, ci si riferisce a informazioni di sostenibilità che possono essere direttamente allineate con dati presenti nei bilanci, un esempio ne è rappresentato dalle informazioni elencate nell'articolo 8 del Regolamento Tassonomia. Una diretta conciliazione di questo tipo diventa impraticabile qualora gli impatti finanziari della sostenibilità non siano quantificabili, come ad esempio nel caso di analisi di scenari o previsioni a lungo termine che superano il periodo in cui le stime dei flussi di cassa futuri mantengono un grado accettabile di precisione. In tali situazioni, l'aspetto narrativo nei report di sostenibilità diviene cruciale per il collegamento con i bilanci aziendali, aiutando a spiegare come le politiche ESG generino valore e come i loro effetti debbano essere considerati insieme alle performance finanziarie.

3.3.4 I sistemi informativi per le metriche ESG

I sistemi informativi contabili supportano le aziende nello sforzo di adeguamento dei processi e procedure interni finalizzato alla raccolta, alla gestione e all'elaborazione di una moltitudine di dati, diversi da quelli finanziari, e di integrazione di questi con le informazioni di carattere finanziario. Il passaggio da un modello di *business* tradizionale ad uno incentrato sulla sostenibilità, non può prescindere dalla capacità di misurare e monitorare le proprie performance e i propri impatti al pari di quanto normalmente fatto con le metriche finanziarie. A causa della complessità e della mole di dati da raccogliere, verificare e aggregare, la configurazione, implementazione e gestione di tali sistemi informativi risulta però estremamente complessa. Un altro aspetto rilevante è la possibilità di replicare periodicamente e automaticamente la raccolta e l'analisi dei dati con minori costi in termini di risorse impiegate.

La direttiva CSRD prevede che le informazioni siano oggetto di audit indipendente, con il requisito della *limited assurance*, che si presenta come meno oneroso per le aziende e corrisponde meglio all'attuale capacità del mercato di sostenere una attività di audit su questi temi, pur non imponendo per il momento un requisito di *reasonable assurance*, un livello più forte e più impegnativo che allinea il livello di affidabilità dei dati e delle informazioni ESG a quello delle tradizionali informazioni di carattere economico finanziario. In sostanza, le prime assumono la stessa dignità delle seconde anche con riferimento a un sistema di controllo interno aziendale organico e strutturato, la cui esistenza e affidabilità è condizione per la *reasonable assurance* stessa. Quest'ultima non è di facile applicazione a causa della limitata esperienza da parte delle imprese nell'applicazione degli standard di rendicontazione della sostenibilità e, per quanto riguarda il sistema di controllo interno, il management non sempre ha già in essere processi idonei a raccogliere e rendicontare informazioni sulla sostenibilità. La Commissione Europea dovrà adottare entro il 1° ottobre 2026 gli standard per la *limited assurance* e, entro il 1° ottobre 2028 gli standard per la *reasonable assurance*.

Capitolo 4

La misurazione delle performance di sostenibilità

Negli ultimi due decenni, la rendicontazione aziendale in materia ambientale, sociale e di governance è diventata la norma. Il paesaggio è dominato da numerosi framework, principi di rendicontazione, certificazioni, rating e indici. Mettere tutti questi elementi insieme per soddisfare la domanda di trasparenza richiesta dagli investitori e dal mercato può sembrare una scelta ottimale, ma è necessaria una standardizzazione per garantire la comparabilità delle informazioni pubblicate. Gli investitori vogliono capire come le aziende creano, migliorano e proteggono il proprio valore, e vogliono altresì essere in grado di comparare i settori e tipi di attività per identificare le opportunità di crescita. Molti enti hanno tentato di fornire degli standard per aiutare le aziende ad articolare il processo di generazione del valore per il pubblico di investitori, mentre altri hanno incoraggiato maggiormente la pubblicazione di informazioni di alta qualità sull'impatto che l'azienda sull'ambiente e sulle comunità in cui opera. Infine, ci sono delle forti spinte da parte del settore finanziario e per allineare i flussi finanziari del settore privato con una crescita sostenibile e resiliente. Dopo aver presentato, nei precedenti capitoli, gli standard di rendicontazione ESG e l'evoluzione della normativa europea di riferimento, in questa parte dell'elaborato si propone un'analisi comparata delle informazioni pubbliche sulla sostenibilità aziendale ovvero un confronto tra i bilanci di sostenibilità di quattro aziende. L'obiettivo della ricerca è quello di ottenere un quadro generale di come le aziende di uno stesso settore comunicano all'esterno le proprie performance di sostenibilità, evidenziarne le analogie e le differenze così da avere una fotografia chiara e completa

del grado di sviluppo attualmente raggiunto per quanto riguarda la misurazione della sostenibilità d'impresa. Inoltre, l'analisi è volta ad esplorare un approccio che combini l'informativa su temi sociali e ambientali con le delle misure finanziarie, al fine di comprendere in che modo i temi di sostenibilità possano essere quantificati e misurati.

4.1 Descrizione del campione

Il campione analizzato è formato dalle aziende A2a, Iren, Acea e Hera, che operano nel settore delle multiutility in Italia, sono quotate alla Borsa Italiana e condividono l'obiettivo di fornire servizi essenziali alla comunità: sebbene le loro strategie e aree di specializzazione differiscono leggermente, sono accomunate dall'impegno per la sostenibilità e dalla gestione responsabile delle risorse. Si tratta infatti di uno dei settori oggi che mostra una grande concentrazione di mercato con la formazione di grandi gruppi, investimenti considerevoli sia in termini produttivi che finanziari e un'attenzione significativa all'innovazione dei servizi. Gli sforzi principali del settore sono indirizzati alla crescita dimensionale e all'ottenimento di un'efficienza ottimale nella struttura organizzativa e negli impianti produttivi e distributivi, oltre che sulla riduzione dei costi di acquisto delle materie prime, avendo ad obiettivo la massimizzazione del valore. Le aziende del campione prescelte rappresentano un campione significativo nel panorama italiano con le loro infrastrutture e i loro servizi, e si possono considerare aziende leader nel territorio con le loro attività che possono distinguersi in tre grandi macro aree:

- Servizi energetici di generazione produzione e distribuzione di energia elettrica e gas: business unit che si occupa delle politiche e dei programmi volti a incrementare l'efficienza energetica, di utilizzare fonti di energia rinnovabile e ridurre i consumi energetici dei prodotti nel loro ciclo di vita. Comprende le attività di produzione, distribuzione, vendita di energia e l'illuminazione pubblica.
- Servizi di gestione del ciclo idrico: business unit che riguarda le politiche e i programmi finalizzati alla riduzione dei consumi idrici, al riutilizzo e riciclo dell'acqua, alla prevenzione dell'inquinamento lungo l'intero ciclo integrato, che va dalla captazione e potabilizzazione dell'acqua, alla sua distribuzione agli utenti, fino alla depurazione e reintroduzione nell'ambiente.

- Servizi ambientali di gestione dei rifiuti: business unit che comprende le politiche e i programmi di gestione dei rifiuti, tra cui la raccolta differenziata, il trattamento dei rifiuti, la valorizzazione energetica, il recupero di materia e il compostaggio.

Area	Dettaglio delle attività svolte
Energia e Gas	Distribuzione di energia elettrica Distribuzione di gas Vendita di energia elettrica, gas e calore Produzione da fonti rinnovabili Reti di teleriscaldamento Cogenerazione elettrica e termica Produzione termoelettrica Gestione del teleriscaldamento Servizi per l'efficienza energetica Illuminazione pubblica Prodotti/servizi per il risparmio energetico e la domotica Servizi di mobilità elettrica per i clienti
Ciclo idrico	Servizio idrico integrato Depurazione e fognatura
Ambiente	Raccolta, trasporto e smaltimento dei rifiuti urbani Igiene urbana Valorizzazione dei rifiuti Trattamento e smaltimento dei rifiuti Recupero di materia e compostaggio

Tabella 4.1: Attività svolte delle aziende nel campione

Tutte le aziende prescelte per l'analisi empirica sono incluse nell'indice MIB ESG, il secondo indice nazionale di Euronext lanciato nel 2021, in cui il settore dei servizi pubblici è quello più presente. Questo indice combina elementi di performance economica con valori ambientali, sociali e di governance e rappresenta il primo indice italiano dedicato alla sostenibilità che utilizza dei criteri di valutazione adottati nel settore finanziario per valutare la sostenibilità degli investimenti, andando oltre i soli risultati economici¹.

Queste aziende sono inoltre state selezionate per l'analisi per la loro comunicazione approfondita delle pratiche e performance: la completezza delle informazioni ESG è infatti un elemento fondamentale per raccogliere l'informativa

¹La composizione dell'indice si basa sull'analisi dei criteri ESG da parte della società Vigeo Eiris. La metodologia prevede la selezione delle migliori 40 società in base ai criteri ESG, scelte tra le 60 aziende italiane più liquide, la maggior parte già incluse nel FTSE MIB, escludendo quelle coinvolte in attività non compatibili con gli investimenti ESG. Il lancio di questo indice rappresenta un passo significativo per accelerare la transizione verso un'economia sostenibile e consente agli investitori di finanziare progetti e aziende in Italia e in Europa.

necessaria all'analisi di comparabilità, anche affinché i vari stakeholder possano procedere alla valutazione dei rischi e delle opportunità delle aziende e assumere le decisioni di investimento più adeguate. Con questo lavoro si cercherà di comprendere se esistono, ed eventualmente quali sono, gli indicatori della performance di sostenibilità che possono permettere una semplificazione della consultazione della performance ESG secondo le informazioni disponibili derivanti dagli standard adottati, al pari di quanto avviene con gli indici di bilancio nella valutazione finanziaria d'impresa. Il campione analizzato non ha la funzione di rappresentare gli standard di disclosure delle imprese quotate italiane, ma vuole solamente essere un parametro di riferimento per il confronto tra indicatori comuni, che possano essere di supporto ad un'analisi comparativa sulla sostenibilità aziendale.

4.2 Metodologia

La ricerca si basa sulla valutazione delle informazioni pubblicate nelle Dichiarazioni non finanziarie del 2022 delle quattro aziende prese in esame. Gli indicatori selezionati per l'analisi possono suddividersi in due categorie: nella prima sono comprese misure che valutano l'impatto aziendale sull'ambiente e sulla comunità, mentre la seconda categoria tenta di combinare aspetti quantitativi e qualitativi, al fine di esprimere numericamente l'impegno delle aziende verso la sostenibilità. Il processo di confronto e valutazione delle performance di sostenibilità tra le diverse società del campione ha avuto inizio con l'analisi dell'informativa pubblica disponibile e presente nei report pubblicati nei siti web delle imprese, in cui è stata svolta una ricerca di indicatori comuni e quantificabili. Sulla base di questa ricerca, sono stati selezionati specifici indicatori al fine di comprendere se fosse possibile confrontare le aziende in termini di sostenibilità. La possibilità di effettuare un confronto significativo di indicatori di sostenibilità dipende dalla disponibilità di un numero sufficiente di dati omogenei. Sono fattori decisivi sia la pubblicazione di dati da parte delle imprese, sia il riferimento a uno standard, sia infine la trasparenza sulle modalità di applicazione dello stesso standard. Tali indicatori si riferiscono agli standard di rendicontazione adottati nei bilanci: in particolare questo lavoro si focalizza sull'informativa offerta dagli standard GRI e sulla Tassonomia.

Nella prima parte di questo elaborato il focus è sull'informativa richiesta da GRI, lo standard di rendicontazione di riferimento del bilancio di sostenibilità delle aziende del campione, nonché il più consolidato e diffuso della rendicontazione

sociale e ambientale, che consente la pubblicazione informazioni derivanti da un processo di misurazione e potenzialmente comparabili tra le aziende a prescindere dal settore di appartenenza. Nella seconda parte il focus è sulla Tassonomia. Questa non fonda più le sue radici su un elemento soggettivo ovvero su una materialità specifica di ogni azienda, ma su una definizione oggettiva di ecosostenibilità, di cui si è discusso nei paragrafi precedenti. Come in precedenza, è stata svolta una ricognizione dei KPIs richiesti dalla normativa stessa, ed è stata svolta una comparazione dei dati raccolti nelle le aziende del campione, evidenziando pregi e criticità dell'informativa offerta. Per ultima cosa, sono stati raccolti dai bilanci delle quattro aziende degli ulteriori indicatori, al fine di offrire una panoramica di altre informazioni a supporto della rendicontazione di sostenibilità, che le aziende del campione hanno deciso di divulgare, che sono volte ad esprimere l'impatto che la loro attività ha nella loro performance economico finanziaria, e che possano essere utilizzate dal mercato per quantificarne il grado di sostenibilità. Queste non appartengono ad alcun standard ma possono comunque essere utili per un approfondimento di questa analisi. Si ribadisce che lo scopo finale dell'intero lavoro è quello di raccogliere le informazioni dai documenti pubblicati al fine di comprendere se i dati attualmente disponibili permettono di confrontare realtà appartenenti allo stesso settore economico in termini di sostenibilità ed al contempo instaurare una solida relazione tra la performance economica e quella di sostenibilità. Si precisa che lo scopo non è quello di comprendere quale azienda performa meglio, motivo per cui non sono state fatte considerazioni su più archi temporali, ma è quello di effettuare una ricognizione sul pratico di alcuni elementi comuni sulla base delle informazioni rese disponibili che possano essere di aiuto per effettuare confronto tra aziende. Ciò sarà raggiunto fornendo il quadro degli indicatori di sostenibilità riportati da ognuna, un commento relativo all'effettiva spendibilità dei dati disponibili e all'eventuale soluzione per conciliare l'informativa della Dichiarazione non finanziaria con quella del bilancio d'esercizio.

In sintesi, le domande d'analisi a cui questa ricerca cerca di dare una risposta, sono:

1. È possibile effettuare una comparazione delle performance di sostenibilità basandosi sugli attuali *standard* di rendicontazione in vigore?
2. Quali indicatori vengono attualmente adottati per comunicare gli impatti economico-finanziari delle performance di sostenibilità?

3. Qual è lo stato dell'arte e quali sono le possibili soluzioni all'orizzonte per conciliare gli aspetti di rendicontazione finanziaria con quelli di sostenibilità?

Infine, risulta opportuno evidenziare che l'analisi non è una proposta di modifica o miglioramento degli standard già affermati, ma è volto a coglierne i pregi e le criticità, in ragione anche del fatto che l'approccio ormai spesso utilizzato è quello troppo spesso qualitativo e discorsivo dei fattori ESG, in particolar modo in riferimento ai parametri social e governance. Si vedrà come l'utilizzo di una combinazione di indicatori finanziari e non finanziari mira a offrire una visione più esaustiva e accurata delle prestazioni aziendali complessive, consentendo una valutazione più completa e comparabile.

4.3 Lo standard GRI per la comparazione dei bilanci di sostenibilità

Le informazioni di carattere non finanziario rappresentano una tappa fondamentale nel percorso evolutivo che l'Europa sta realizzando per migliorare la capacità delle imprese di generare valore e di comunicarlo a beneficio di tutti gli stakeholder interni ed esterni all'impresa. Tutte le aziende del campione utilizzano i GRI Standards quale modello di rendicontazione del proprio bilancio di sostenibilità, con il livello di applicazione "core"² Per quanto riguarda il fattore environmental, sono stati scelti degli indicatori rappresentativi delle tre attività precedentemente identificate, attinenti alle business unit energia e gas, gestione del ciclo idrico, gestione dell'ambiente. Per quanto riguarda i fattori social e governance, è stato selezionato un indicatore oggettivo per ciascun aspetto e oltre a questi anche un indicatore riferito alla generazione di valore che possa rappresentare anche la dimensione economica delle organizzazioni. L'obiettivo è stato innanzitutto indagare sull'effettiva presenza dei dati nel report in maniera omogenea e confrontabile nelle quattro aziende, e dopo di che comprendere se le informazioni fornite al mercato permettano di stabilire una monetizzazione del fattore di sostenibilità, al fine di misurarne l'impatto sulla performance aziendale. Tale informazione risulterebbe utile a qualsiasi lettore del bilancio aziendale che vuole quantificare i risvolti economici di un aspetto di sostenibilità sulla realtà aziendale. Va precisato però che GRI, con i suoi indicatori, non ha mai inteso trasmettere un significato finanziario dell'impatto ambientale o sociale agli investitori: l'approccio di GRI è volto alla completezza della documentazione ed il reporting di sostenibilità che ne deriva, a differenza della rendicontazione finanziaria, da informativa sia su temi considerati prioritari, sia su molte altri aspetti

²Scegliendo l'opzione *core*, la rendicontazione deve concentrarsi sui principali aspetti previsti in un Bilancio di sostenibilità: l'impresa fornisce tutte le informazioni richieste e da almeno un indicatore specifico per ciascun tema rilevante emerso dall'analisi di materialità. Con l'opzione *comprehensive*, si amplia ulteriormente il campo della rendicontazione, includendo aspetti come l'etica, l'integrità, la governance e le strategie aziendali, prendendo in considerazione tutti i KPI inclusi nelle divulgazioni standard. La modalità *GRI-Referenced*, si effettua una rendicontazione solo parziale dei GRI Standards. Attualmente, la maggior parte delle imprese preferisce la prima opzione. In realtà dal 2023 non esiste più la differenza tra modalità *core* o *comprehensive* ma la distinzione è tra "*in accordance with (GRI Standards)*" quando un'organizzazione è in grado di soddisfare tutti i requisiti obbligatori dello standard, offrendo un quadro chiaro ed esaustivo sui principali impatti a livello economico, ambientale e sociale - compresi i diritti umani -, e di spiegare come gestisce tali impatti, permettendo, così, ai lettori di fare le opportune valutazioni e prendere decisioni informate (cfr. GRI 1 e GRI 3); oppure "*with reference to (GRI Standards)*" quando un'organizzazione non è in grado di soddisfare i requisiti obbligatori dello standard GRI o vuole rendicontare solo specifiche informazioni (Cfr. GRI 1).

che seppure interessanti, non sono direttamente importanti per la determinazione del valore di una particolare azienda. La rendicontazione di sostenibilità secondo il GRI è ad strettamente correlata all'analisi di materialità che ogni azienda è tenuta a svolgere e che è mirata a individuare i temi rilevanti per l'azienda sulla base delle attività intraprese, attraverso il coinvolgimento degli stakeholder, e fonda le basi per la successiva disclosure aziendale. L'analisi di materialità è suddivisa in diverse fasi:

1. Analisi delle fonti, sia interne che esterne al fine di identificare gli impatti dell'organizzazione;
2. Consultazione degli stakeholder, coinvolti per raccogliere informazioni utili per valutare la significatività e la probabilità dei possibili impatti generati (*impact materiality*) e subiti (*financial materiality*);
3. Elaborazione dei risultati e report di sintesi, seguendo l'approccio della *double materiality*, nonché approvazione dei temi da parte del CdA.

In Tabella 4.2 sono stati raccolti tutti i temi materiali delle imprese selezionate per l'analisi. Come convenzione, in questo elaborato il “*tic*” rappresenta la presenza/assenza del tema considerato materiale nel bilancio della rispettiva azienda indicata in colonna.

Nella rendicontazione di sostenibilità diffusa dalle imprese, è possibile constatare la presenza di informazioni relative a ciascuno dei temi materiali precedentemente identificati. Le aspettative iniziali suggeriscono che, considerando che molte aziende condividono diversi di questi temi materiali, si potrebbe giungere a una convergenza nell'uso di indicatori e metriche comuni per la comunicazione dei risultati correlati a tali temi. All'interno del vasto panorama di informativa rendicontata per ogni tema, sono stati prescelti per questa analisi solamente alcuni tra quelli ritenuti maggiormente significativi del business svolto, ed è stata fatta una ricognizione della presenza e della qualità del dato all'interno di ciascuna Dichiarazione non finanziaria, mediante l'esposizione dei risultati di ricerca in forma tabellare attraverso la medesima convenzione del “*tic*” ad indicare la presenza/assenza dell'informazione pubblicata. La logica di fondo è stata quella di selezionare degli indicatori relazionati solamente ad alcuni tra i temi in Tabella 4.2 che possano considerarsi rappresentativi di ognuno dei fattori ESG oltre che di rilevanza comune tra le imprese selezionate, quindi centrali per la valutazione

Tabella 4.2: Temi considerati materiali dalle aziende nel campione.

Tema materiale	A2a	Acea	Iren	Hera
Cambiamento climatico	✓	✓	✓	✓
Economia circolare	✓	✓	✓	✓
Infrastrutture per la transizione ecologica	✓			
Autonomia energetica	✓			
Gestione responsabile della catena di fornitura	✓	✓	✓	✓
Sicurezza, costo e continuità del servizio				✓
Resilienza e adattamento				✓
Innovazione tecnologica e trasformazione digitale	✓	✓	✓	✓
Finanza sostenibile	✓	✓		
Creazione di valore economico sostenibile	✓		✓	
Gestione responsabile della risorsa idrica	✓		✓	✓
Tutela della biodiversità e degli ecosistemi	✓	✓	✓	
Prevenzione dell'inquinamento	✓			
Efficienza energetica e rinnovabili				✓
Gestione responsabile dei rifiuti	✓	✓		
Gestione responsabile della risorsa idrica	✓	✓	✓	✓
Risparmio energetico			✓	
Decarbonizzazione e riduzione delle emissioni			✓	
Tutela dell'aria				✓
Benessere aziendale, diversità e inclusione	✓	✓	✓	✓
Salute e sicurezza sul lavoro	✓	✓	✓	✓
Valorizzazione delle competenze del capitale umano	✓	✓		✓
Ascolto e coinvolgimento di comunità e stakeholder	✓	✓	✓	
Responsabilità e qualità nella fornitura dei servizi				✓
Sviluppo del territorio e inclusione sociale			✓	
Tutela dei diritti umani				✓
Sostenibilità nella governance	✓	✓	✓	
Etica e integrità di gruppo	✓	✓		

della loro sostenibilità. Si riporta in Tabella 4.3 l'elencazione degli indicatori selezionati ed il relativo standard GRI. Segue poi una breve descrizione e l'analisi puntuale di ciascuno.

Tabella 4.3: Standard GRI analizzati

Fattori	Standard GRI di riferimento
Fattore environmental	
Energia	GRI 302
Emissioni	GRI 305
Acqua e scarichi idrici	GRI 303
Rifiuti	GRI 306
Fattore social	
Coinvolgimento della comunità	GRI 413
Fattore governance	
Politiche di remunerazione	GRI 102-35
Ambito economico	
Valore economico distribuito	GRI 201-1

4.3.1 GRI 302: Energia

Un'organizzazione può consumare energia come carburante, elettricità, riscaldamento, raffreddamento o vapore. L'energia può essere auto-generata o acquistata da fonti esterne e può provenire da fonti rinnovabili o da fonti non rinnovabili. Utilizzare l'energia in modo più efficiente e optare per le fonti energetiche rinnovabili è fondamentale per contrastare i cambiamenti climatici e per ridurre l'impatto ambientale complessivo di un'organizzazione. Il GRI 302 include informative sulle modalità di gestione dei seguenti aspetti:

- GRI 302-1 Energia consumata all'interno dell'organizzazione;
- GRI 302-2 Energia consumata al di fuori dell'organizzazione;
- GRI 302-3 Intensità energetica;
- GRI 302-4 Riduzione del consumo di energia;
- GRI 302-5 Riduzione del fabbisogno energetico di prodotti e servizi.

Sebbene tutte le aziende del campione diano disclosure dell'energia consumata, si denota una forte disomogeneità per quanto riguarda la granularità delle informazioni rendicontate, così come è possibile notare dalla ricognizione dei dati riassunta in Tabella 4.4.

Tabella 4.4: Qualità della disclosure di GRI 302

Qualità della disclosure di GRI 302	A2a	Acea	Iren	Hera
Consumi di energia	✓	✓	✓	✓
- con distinzione tra diretta e indiretta			✓	
- con distinzione tra rinnovabile e non	✓	✓		✓
- con dettaglio della fonte	✓	✓	✓	
- con dettaglio del consumo finale	✓			
Indici di intensità energetica	✓	✓	✓	✓
Riduzione del consumo energetico		✓	✓	

I consumi energetici diretti riguardano gli impieghi di combustibile per la produzione di energia elettrica e termica non rinnovabile impiegati nello svolgimento delle attività. I consumi energetici indiretti si riferiscono all'energia elettrica acquistata e consumata sia per le sedi sia per gli impianti di produzione. Questi possono derivare da fonte rinnovabile (biogas, geotermia, energia solare termica, energia elettrica da rete e fotovoltaico) o non rinnovabile (gasolio, benzina, gpl,

metano) ed avere differenti destinazioni. La riduzione del consumo energetico, infine, è definita da GRI 302 come “Quantità di energia non più utilizzata o necessaria a realizzare gli stessi processi o le stesse attività”. Attraverso interventi volti al recupero di efficienza energetica è possibile misurare il quantitativo di emissioni di CO_2 evitate: i calcoli per la stima delle emissioni evitate sono effettuati utilizzando un fattore di conversione tCO_2/MWh .

Un particolare focus va al GRI 302-3, che richiede alle aziende di esprimere le proprie performance energetiche mediante indicatori di intensità che mettono a rapporto i consumi energetici con alcuni indicatori produttivi e gestionali. Un indicatore di intensità energetica definisce il consumo di energia per unità di attività, output o qualsiasi altro parametro specifico: in questo modo si possono ottenere indici con i quali è possibile misurare i miglioramenti generati dagli interventi di efficienza e dalla gestione energetica aziendale, anche se questi rimangono espressi da una unità di misura quantitativa ma non monetaria. A causa dell’ampia discrezionalità lasciata ad ogni organizzazione, tali indicatori risultano essere fortemente differenziati tra le varie realtà, rimanendo un valido ma inefficace termine di paragone tra le aziende facenti parte di questo campione. Sono riportati in Tabella ?? gli indici di intensità energetica raccolti nelle Dichiarazioni non finanziarie analizzate e le rispettive unità di misura, con i valori riportati al 2022.

Come è possibile notare dai dati raccolti, sebbene si tratti di indicatori dalle caratteristiche specifiche che possono risultare utili per un monitoraggio intertemporale nel contesto della stessa società, questi non hanno consentito una adeguata confrontabilità tra le organizzazioni del campione. Un parametro utile per comprendere l’efficienza energetica³ di una società è il risparmio di costo dovuto alla riduzione nella produzione di CO_2 dovuta l’utilizzo o alla produzione di energia elettrica da fonte rinnovabile anziché da fonte tradizionale. Dopo aver raccolto i dati sui consumi totali e sulla quota di provenienza da rinnovabile, per monetizzare tale risparmio di costo è possibile fare riferimento ai prezzi medi annui della CO_2 ⁴ nel mercato EU ETS, il più esteso mercato mondiale della CO_2 . Questo dato rappresenta la *proxy* maggiormente diffusa tra i *practitioners* per stimare il costo o il risparmio della CO_2 ⁵.

³Per efficienza energetica si intende la capacità di sfruttamento dell’energia per soddisfare il fabbisogno aziendale. Più si incrementa l’efficienza, più alto sarà il risparmio energetico: per questo è possibile definire l’efficienza energetica come la capacità di ottenere un determinato risultato utilizzando meno energia.

⁴Publicati da Sendeco2: <https://www.sendeco2.com/it/prezzi-co2>

⁵Il Gruppo A2A effettua una stima del range di impatto sull’EBITDA derivante da un andamento del valore delle EUAs (European Union Allowances), ovvero le quote scambiate sul

Tabella 4.5: Indicatori di intensità energetica individuati nei report

Azienda	Indicatori GRI 302	Misura	Valore
A2a	Consumi di energia elettrica per unità prodotta	MWh	6,30%
	Energia elettrica prodotta mediamente da 1 t di rifiuti	kWh/t	785
	Energia termica prodotta mediamente da 1 t di rifiuti	kWh/t	883
	Fabbisogno specifico di acqua per produzione complessiva termoelettrica	l/kWh eq	0,26
	Fabbisogno specifico di acqua per produzione complessiva termoutilizzatori	l/kWh eq	0,98
	Fabbisogno specifico di acqua per produzione complessiva cogenerazione	l/kWheq	0,32
Acea	Energia elettrica consumata per illuminazione pubblica / lampada	TJ/lampada	0,00105
	Energia elettrica consumata totale / acqua immessa nei sistemi acquedottistici	TJ/Mm ₃	2,567
	Energia elettrica consumata per servizio di fognatura e depurazione / acqua trattata	TJ/Mm ₃	1,286
Iren	Consumi energetici diretti / energia prodotta	tep/MWh	0,13
Hera	Consumi di energia elettrica/ volumi acqua immessi in rete	kWh/mc	0,45
	Consumi di energia elettrica / volumi acqua depurati	kWh/mc	0,43
	Consumi di energia primaria / energia equivalente prodotta	tep	0,88
	Consumi di energia primaria / energia equivalente prodotta	tep	2,1
	Consumi di energia primaria (volumi sedi x gradi giorno)	tep/mc	3,5
	Consumi di energia elettrica / punti luce	kWh/n.	248,7
	Consumi di carburante / tragitto flotte	ktep eq/km	0,14

4.3.2 GRI 305: Emissioni

Le emissioni di gas serra vengono raggruppate in tre classi principali: dirette (*Scope 1*), indirette che derivano dal consumo energetico (*Scope 2*) e altre emissioni indirette derivanti dalle attività a monte e a valle dell'organizzazione (*Scope 3*).

Dal punto di vista dei contenuti lo standard in questione riafferma, nel complesso, i concetti presentati all'interno del GHG Protocol. Questi concetti includono la definizione delle emissioni soggette a rendicontazione, la distinzione tra emissioni dirette e indirette derivanti dai consumi energetici, nonché altre emissioni indirette, e le informazioni richieste per essere incluse nel processo di rendicontazione. All'interno del campione di aziende esaminato, questo indicatore gode, in generale, di un ottimo livello di disclosure, con i dati relativi a *Scope*

mercato EU ETS, diverso rispetto a quello previsto dal Piano Industriale del Gruppo.

1, *Scope 2*⁶, *Scope 3* e delle altre emissioni⁷ ampiamente riportati, come è possibile notare dalla Tabella 4.6 riassuntiva dei dati raccolti.

Qualità della disclosure di GRI 305	A2a	Acea	Iren	Hera
Emissioni <i>Scope 1</i>	✓	✓	✓	✓
Emissioni <i>Scope 2</i> location based	✓	✓	✓	✓
Emissioni <i>Scope 2</i> market based	✓	✓	✓	✓
Emissioni <i>Scope 3</i>	✓	✓	✓	✓
Altre emissioni	✓	✓	✓	✓

Tabella 4.6: Qualità della disclosure di GRI 305

Le informative 305-1, 305-2 e 303-3 si dedicano specificamente alle tre categorie di emissioni sopra citate. I dati quantitativi relativi a questi tre punti sono agevolmente estraibili dai bilanci aziendali, ed il risultato è riportato in Tabella 4.7.

Tabella 4.7: Indicatori di GRI 305

Indicatore (ktCO ₂ e)	A2a	Acea	Iren	Hera
Emissioni dirette <i>Scope 1</i>	8631.7	416.4	3459.2	936.6
Emissioni <i>Scope 2</i> (location based)	109.5	362.2	109.8	142
Emissioni <i>Scope 2</i> (market based)	1919	299.385	93.547	457.6
Emissioni <i>Scope 3</i>	2553.5	2727.3	4041.1	12251.1

L'analisi su questo indicatore è stata condotta al fine di rilevare come, a differenza del caso precedente, l'informativa connessa a questo indicatore è piuttosto

⁶Gli standard applicati propongono due diverse metodologie alternative: *location based* e *market based*. La prima metodologia si basa sull'utilizzo di fattori di emissione medi che sono validi per l'intera rete dalla quale viene prelevata l'energia elettrica. La seconda metodologia invece, si basa sulle informazioni ottenibili dai contratti stipulati per la fornitura di energia. La valutazione delle emissioni mediante l'impiego della metodologia *market based* dovrebbe essere presentata in concomitanza con quella basata sulla metodologia *location based*, qualora i contratti di fornitura includano una dichiarazione e una certificazione dettagliata sulla modalità di generazione dell'energia. Questo elemento di informazione consente di ottenere una stima più precisa delle emissioni associate alla generazione specifica dell'energia acquistata. In generale, in un'azienda con un elevato consumo di energia elettrica, la decisione di optare per un fornitore che garantisca una significativa quota di generazione da fonti rinnovabili si traduce in una notevole riduzione dell'impatto in termini di emissioni.

⁷All'interno del GRI, è importante notare la presenza di due informative che riguardano le emissioni di sostanze che non sono considerate nel GHG Protocol. Queste informative sono la 305-6, che si concentra sulle emissioni di sostanze dannose per l'ozono (ODS, ovvero le sostanze che contribuiscono alla riduzione dello strato di ozono), e la 305-7, che riguarda gli ossidi di azoto (NO_x), gli ossidi di zolfo (SO_x) e altre emissioni. Poiché queste informative non saranno oggetto dell'analisi presentata di seguito, non verranno discusse in dettaglio.

diffusa ed omogenea nel campione selezionato: di questo è possibile ottenere dei dati quantitativi con la stessa unità di misura, ovvero in milioni di tonnellate di CO_2 equivalente emesso. Inoltre, rispetto allo Standard proposto dalla Greenhouse Gas Protocol Initiative, il Global Reporting Initiative definisce in modo più dettagliato il processo di elaborazione e presentazione dei risultati ottenuti mediante l'impiego di indicatori.

All'interno del GRI 305, l'informativa 305-4 si concentra sull'analisi dell'intensità delle emissioni. Questo concetto implica il calcolo del tasso di intensità delle emissioni di gas serra per l'organizzazione, ottenuto dividendo le emissioni GHG assolute (il numeratore) per un parametro specifico dell'organizzazione (il denominatore). Tali indicatori, noti come tassi di intensità emissiva, definiscono le emissioni di GHG nel contesto di un parametro specifico aziendale.

Attraverso questi dati normalizzati di impatto ambientale, è possibile tracciare la performance ambientale e permettere una comparabilità tra organizzazioni con metriche "ibride" che collegano le prestazioni sociali e ambientali ai risultati finanziari. L'indice delle emissioni di *Scope 1* sull'energia prodotta oppure le emissioni di CO_2 di *Scope 1* sul valore della produzione o sul valore aggiunto possono essere delle metriche utili a definire una relazione quantitativa tra aspetti di sostenibilità ed economico-finanziari delle organizzazioni.

Tabella 4.8: Indici di intensità delle emissioni di GHG

Indicatore	A2a	Acea	Iren	Hera
Intensità carbonica della produzione energetica (gCO_2eq/kWh)	280	462,1	339	-
Intensità carbonica della vendita di energia elettrica (tCO_2eq/MWh)	-	-	-	288
Emissioni di CO_2 (<i>Scope 1+2</i>) / valore aggiunto ($t/k€$)	-	483,6	-	-
Emissioni di CO_2 (<i>Scope 1</i>) / valore della produzione ($t/k€$)	-	-	-	45
Emissioni di CO_2 (<i>Scope 1+2</i>) / mol ($t/k€$)	-	-	-	723

La Tabella 4.8 mostra gli indicatori GRI 305-4 disponibili e raccolti dai bilanci di sostenibilità delle aziende nel campione. Come si nota, non è stato possibile raccogliere un dato omogeneo perchè ogni azienda sceglie quali indicatori rendicontare: come prima, GRI lascia una certa discrezionalità sul parametro al denominatore con il risultato che non è sempre possibile garantire una adeguata comparabilità dei dati.

4.3.3 GRI 303: Acqua e scarichi idrici

L'utilizzo responsabile la tutela delle acque sono obiettivi che rappresentano fattori fondamentali di una gestione sostenibile. Questo indicatore richiede di dare disclosure sulla gestione del prelievo (GRI 303-1), del consumo (GRI 303-3) e dello scarico (GRI 303-2) delle acque e degli impatti ambientali correlati in zone *water stressed*⁸ e alle emissioni idriche.

Tabella 4.9: Qualità della disclosure di GRI 303

Qualità della disclosure di GRI 303	A2a	Acea	Iren	Hera
Prelievi di acqua	✓	✓	✓	✓
- con dettaglio sul tipo di fonte	✓		✓	✓
- con dettaglio sul tipo di acqua	✓			
- con dettaglio in zone water stressed	✓		✓	
Scarico di acqua	✓	✓	✓	
- con dettaglio sul tipo di fonte	✓		✓	
- con dettaglio in zone water stressed	✓	✓		
Impianti in zone water stressed				
Acque riutilizzate	✓	✓	✓	✓
Consumi di acqua	✓		✓	

Complessivamente, il grado di disclosure di questo indicatore è accettabile, sebbene non sia sempre possibile riscontrare il dettaglio sul tipo di fonte (acque di superficie, sotterranee, di mare, di terze parti) e del tipo di acqua (dolce o altro). La gestione sostenibile dell'acqua include il tema del contenimento delle perdite sulle reti di distribuzione: tra i vari indicatori che permettono di cogliere le performance aziendali di quest'area di business, si ritiene che il dato delle perdite idriche per chilometro di rete sia maggiormente rappresentativo dell'efficacia e dell'efficienza del sistema di distribuzione oltre che il più utile per confronti con altre aziende. Questo in quanto viene annualmente condotta un'attività di ricerca delle perdite, le quali sono contabilizzate (quindi monitorate), con un'attività che si focalizza soprattutto sulle perdite nei distretti più critici. Sono stati quindi raccolti i dati quantitativi relativi all'area di business della gestione del ciclo idrico, da cui è emerso che l'unità di misura utilizzata non è omogenea in tutti i casi, ma differisce nel caso di Iren, che esprime il dato sulle perdite idriche come percentuale sul totale, mentre le altre in metro cubo per chilometro di rete gestito al giorno.

⁸definite dal *World Resources Institute*(<https://www.wri.org/aqueduct>) come le aree in cui il rapporto tra prelievo annuo totale e la fornitura di acqua totale (stress idrico di base) è elevato, (40-80%) o estremamente elevato (> 80%).

Tabella 4.10: Indicatori GRI 303

	A2a	Acea	Iren	Hera
Prelievi idrici (Mm^3)	88	56	477	408
Perdite idriche(mc/km/gg)	19,2	24	31,2(%)	9,5

Va sollevato come il dato relativo alle zone *water stressed* è riportato dalla metà delle aziende analizzate, nonostante ognuna di esse sia coinvolta nell'attività di gestione del ciclo idrico integrato, e quindi potenzialmente interessate a rendicontare questo aspetto. Questa mancanza di dati risulta essere un limite per l'analisi dell'impatto ambientale di questa area di business. Il caso della gestione delle risorse idriche rappresenta un esempio per evidenziare una criticità connessa alle *proxy* finanziarie, ovvero il fatto che queste sono "relative" nel senso che possono differenziarsi in maniera sensibile a seconda dell'area geografica di riferimento. Non è allora possibile definire con oggettività un'unica *proxy* finanziaria del costo sociale del consumo idrico, la quale risulterebbe sensibilmente maggiore nelle zone più interessate da scarsità idrica.

4.3.4 GRI 306: Rifiuti

Questo fattore stabilisce gli obblighi di rendicontazione sul tema dei rifiuti, di centrale importanza al fine di minimizzare lo smaltimento improduttivo degli stessi. In particolare, si chiede di rendere note le seguenti informazioni:

- GRI 306-3: Rifiuti generati
- GRI 306-4: Rifiuti deviati dallo smaltimento
- GRI 306-5: Rifiuti destinati allo smaltimento

Tabella 4.11: Qualità della disclosure di GRI 306

Qualità della disclosure di GRI 306	A2a	Acea	Iren	Hera
Rifiuti prodotti	✓	✓	✓	✓
- con distinzione tra pericolosi e non	✓	✓	✓	✓
Rifiuti avviati a recupero	✓	✓	✓	
Rifiuti per modalità di smaltimento	✓		✓	✓
- distinzione tra riutilizzo, riciclo, recupero		✓	✓	
- distinzione con o senza recupero di energia	✓		✓	✓

In questo caso la disclosure sui rifiuti prodotti è presente in ogni azienda, così come la distinzione tra pericolosi e non. Il grado di granularità delle informazioni è complessivamente accettabile, ed infatti è stato possibile ricostruire in Tabella 4.12, che fornisce uno sguardo su come queste quattro aziende gestiscano la raccolta differenziata e il recupero dei rifiuti. Tuttavia, la mancanza di dati in alcune celle limita la completezza dell'analisi: non è sempre dettagliata la modalità di smaltimento e viene riportata da solamente la metà aziende la distinzione tra riutilizzo, riciclo e recupero.

Tabella 4.12: Raccolta differenziata e recupero di rifiuti

Indicatore	A2a	Acea	Iren	Hera
% Raccolta differenziata	-	-	70%	68%
Rifiuti non pericolosi prodotti totali (t)	433.146	303.989	654.641	603.455
% rifiuti non pericolosi recuperati	70%	41%	-	87%
Rifiuti pericolosi prodotti totali (t)	111.270	72.588	50.814	77.761
% rifiuti pericolosi recuperati	32%	75%	-	13%

Il dato sulle tonnellate di rifiuti prodotti è sicuramente un metro di giudizio ma non è necessariamente l'unico indicatore per valutare l'efficienza di un'azienda.

La distinzione tra riuso, riciclo e smaltimento dei rifiuti è importante poiché consente di valutare in modo più approfondito l'impegno dell'azienda nei confronti dell'economia circolare. Queste attività non solo contribuiscono all'obiettivo di ridurre i rifiuti, ma consentono anche alle aziende di ottenere risparmi significativi in termini di costi di smaltimento e di acquisto di materie prime.

Con riferimento alle *proxy finanziarie*, per quantificare in modo accurato i benefici finanziari derivanti da queste pratiche, è possibile fare riferimento a fonti (almeno su base nazionale) come il *database* Borsino Rifiuti⁹, in cui sono pubblicati i prezzi medi per il riciclo e lo smaltimento dei materiali¹⁰, che fornisce prezzi medi per il riciclo e lo smaltimento dei materiali, consentendo alle aziende di calcolare il valore economico del loro impegno in tema di gestione dei rifiuti. Tuttavia, per una valutazione completa, è essenziale considerare anche la pericolosità dei rifiuti prodotti e le conseguenze del loro smaltimento sulla comunità e sull'ambiente.

4.3.5 GRI 201: Performance economiche

Gri 201 fornisce al mercato indicazione su come un'organizzazione ha creato ricchezza per le parti interessate, richiedendo la rendicontazione di:

- 201-1: Valore economico diretto generato e distribuito;
- 201-2: Implicazioni finanziarie e altri rischi e opportunità dovuti ai cambiamenti climatici;
- 201-3: Obbligazioni relative a piani di benefici per i dipendenti e altri piani pensionistici;
- 201-4 Supporto finanziario ricevuto dal governo.

Il focus in questo elaborato va esclusivamente a GRI 201-1, il quale affronta il tema delle performance economiche che comprendono il valore economico direttamente generato e distribuito. Gli stakeholder svolgono un ruolo chiave nel rendere possibile il raggiungimento degli obiettivi aziendali e rappresentano i principali destinatari del valore creato e degli impatti generati dalle attività gestite. L'indicatore che riflette la capacità dell'azienda di generare valore e allo stesso

⁹Si tratta di un *marketplace* per l'economia circolare che mette a contatto la domanda e l'offerta di rifiuti, garantendone il riciclo o lo smaltimento.

¹⁰Si veda: <https://www.borsinorifiuti.com/2020/prezzirifiuti.php>

tempo soddisfare gli interessi economici dei suoi principali interlocutori è rappresentato dal valore aggiunto, che consente di valutare le prestazioni economiche della gestione e la capacità di creare le condizioni per distribuire ricchezza. Il valore economico generato direttamente rappresenta la ricchezza prodotta, mentre il valore economico distribuito agli stakeholder è un indicatore dell'impatto sociale dell'impresa e rappresenta una verifica della reale portata della responsabilità sociale assunta. Le informazioni sulla creazione e distribuzione del valore economico forniscono un'indicazione di base sulla creazione di ricchezza da parte dell'organizzazione per gli stakeholder: la ricchezza è trattenuta dall'azienda sotto forma di ammortamenti e utili non distribuiti, dal personale sotto forma di salari e stipendi, oneri e altri costi del personale, dalla Pubblica Amministrazione sotto forma di imposte dirette e indirette, al netto delle sovvenzioni in conto esercizio ricevute, ai finanziatori in termini di oneri finanziari sostenuti, agli azionisti sotto forma di dividendo e alla collettività in termini di contributi alla realizzazione di eventi sociali, ambientali, culturali e sportivi.

Tabella 4.13: Valore aggiunto distribuito agli stakeholder (mln €) nel 2022

Stakeholder	A2a	%	Acea	%	Iren	%	Hera	%
Lavoratori	-	3	305,1	5,9	546	34,1	270,1	41,6
Fornitori	-	93	3549,8	68,1	-	-	-	-
Azionisti	-	1	212,1	4,1	185	11,5	78,5	12,9
Finanziatori	-	1	111,7	2,1	107	6,7	41,3	-
Pubblica Amministrazione	-	1	186,7	3,6	144	9,0	155,3	7,4
Comunità locale	-	1	6,3	0,1	13	0,8	2,0	0,3
Valore distribuito	22,460	96	4,371	83,9	2,324	62,1	995	62,2
Valore trattenuto	-	4	838,2	16,1	608	37,9	174,9	37,8
Valore generato	23.396	100	5.210	100	3.040	100	1.603	100

La Tabella 4.13 mostra il valore aggiunto distribuito agli stakeholder per le quattro aziende e viene esposto sia in valore assoluto che in percentuale rispetto al totale. Questo indicatore è rendicontato da tutte le aziende del campione (ma per A2a è disponibile solamente il valore assoluto complessivo) e permette di valutare il loro impegno nel coinvolgere e remunerare i vari gruppi di interesse nella creazione di valore. Il rapporto tra quanto generato e quanto distribuito può fornire una prospettiva sull'allocazione del valore creato e può riflettere l'impegno dell'organizzazione nell'affrontare le aspettative e le esigenze dei vari gruppi di interesse:

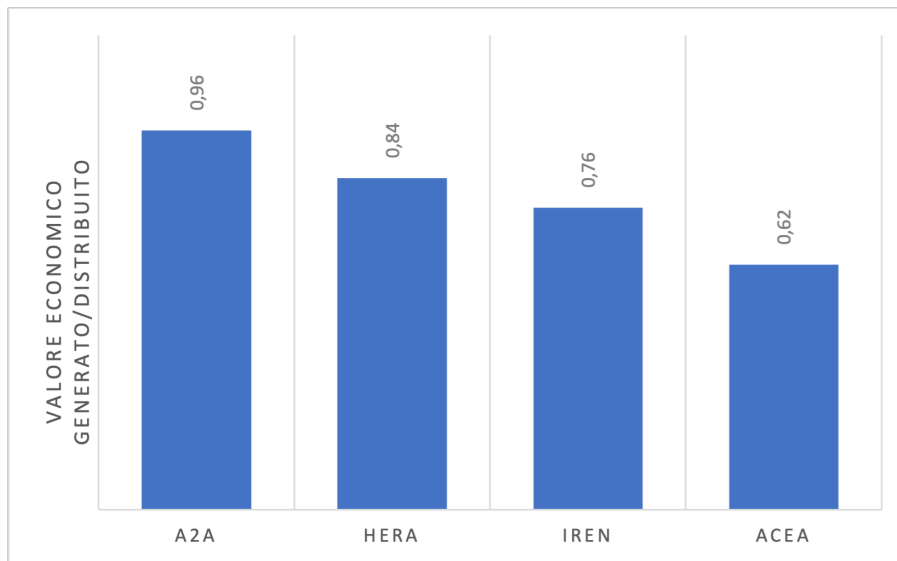


Figura 4.1: Valore economico generato / distribuito (mln €) nel 2022. Fonte: Elaborazione personale

Come è possibile notare dalla Figura 4.1, l'azienda che distribuisce maggior valore aggiunto rispetto al totale ai propri stakeholder risulta essere A2a, seguita da Acea, Hera e Iren. Questo indicatore rappresenta di per sé una *proxy* del grado di sostenibilità aziendale in relazione al fattore social, che può essere messo in stretta relazione con quello che segue.

4.3.6 GRI 413: Comunità locali

Negli standard GRI, le comunità locali sono definite come le persone o i gruppi di persone che vivono e/o lavorano in un'area fortemente influenzata dalle operazioni di un'organizzazione sul piano ambientale, economico e sociale. Le imprese hanno quindi un impatto sulla territorialità in termini di ricadute economiche, occupazionali, sociali e culturali grazie ai servizi offerti. Ci si aspetta che le organizzazioni siano in grado di prevenire ed evitare di arrecare impatti negativi. Questo fattore sociale richiede la pubblicazione di:

- 413-1 Attività che prevedono il coinvolgimento delle comunità locali, valutazioni d'impatto e programmi di sviluppo
- 413-2 Attività con impatti negativi, potenziali e attuali significativi sulle comunità locali.

Qualità della disclosure di GRI 413	A2a	Acea	Iren	Hera
Descrizione di progetti a favore della comunità	✓	✓	✓	✓
Numero di progetti a favore della comunità			✓	
Numero di beneficiari	✓			
Valore degli investimenti per lo sviluppo locale	✓		✓	
- con distinzione per area di attività	✓		✓	
- con distinzione per area geografica			✓	
- con distinzione per materia			✓	

Tabella 4.14: Qualità della disclosure di GRI 413

Questa comunicazione richiede un approfondimento principalmente di natura qualitativa al fine di fornire al lettore una chiara comprensione della portata del contributo per la comunità. Tuttavia, risulta altresì interessante notare che una maggiore enfasi sulla quantificazione mediante l'uso di indicatori numerici potrebbe arricchire ulteriormente la comprensione del tema in questione. I vari indicatori riscontrati nelle aziende del campione sono strettamente dipendenti dalle specifiche scelte aziendali, e riguardano i contributi alle comunità espresso come dato in milioni di euro (A2a), il numero di abitanti interessati dai servizi offerti (Acea) o gli investimenti per il territorio secondo una suddivisione settoriale accompagnato da una descrizione dettagliata dei principali intrapresi (Iren), o infine il dettaglio delle sponsorizzazioni, liberalità, donazioni e contributi filantropici a favore della comunità (Hera). Questi indicatori rappresentano valide soluzioni per quantificare l'impegno per la comunità locale, che rimane però una approssimazione monetaria strettamente dipendente dal singolo contesto aziendale.

4.3.7 GRI 102-35: Politiche retributive

Per quanto riguarda il fattore di governance, è stato scelto di effettuare un'indagine sul tema della remunerazione dei vertici aziendali ai risultati di sostenibilità richiesto dal GRI 102-35. I risultati emersi dalla ricerca sono riportati in Tabella 4.15:

Tabella 4.15: Qualità della disclosure di GRI 102-35

Qualità della disclosure di GRI 102-35	A2a	Acea	Iren	Hera
Remunerazione legata a obiettivi di sostenibilità	✓	✓	✓	✓
- con indicazione della % fissa e variabile				✓
- con distinzione in breve e lungo termine			✓	

La politica retributiva prevede solitamente remunerazioni fisse e variabili, di breve e lungo termine, connesse ad obiettivi di natura economico-finanziaria¹¹. Il Codice di Corporate Governance¹² richiede che le società definiscano un bilanciamento tra parte fissa e parte variabile della remunerazione degli amministratori, ed obiettivi di performance predeterminabili e misurabili, legati ad un orizzonte di lungo periodo. Nel campione considerato, tutte le aziende riportano l'impegno a legare aspetti di sostenibilità alla retribuzione, ma solo la metà non si limita ad annunciare solamente di aver incluso tali aspetti nel processo di definizione della retribuzione, ma fornisce il dettaglio sul peso della componente allineata agli obiettivi di sostenibilità (Iren e Hera). L'informazione rimane quindi disomogenea in relazione al dato quantitativo della percentuale di parte variabile. La natura intrinsecamente qualitativa dell'informativa relativa agli aspetti di governance conferisce, nell'attuale contesto, una notevole complessità alla valutazione delle politiche di remunerazione. Nonostante ciò, dato il carattere intrinsecamente monetario delle retribuzioni, gli indicatori di sostenibilità costruiti per rappresentare una quota della loro definizione potrebbero costituire uno strumento di misurazione della sostenibilità aziendale disponendo però anche di una divulgazione esaustiva relativa agli obiettivi cui tali compensi sono collegati.

¹¹Per quanto riguarda gli obiettivi a lungo termine (*Long term incentive plan*) possono rappresentare KPIs di natura economico-finanziaria il livello di PFN/EBITDA, di PFN/PN, oppure legati alla redditività del titolo azionario (EPS). Per quanto riguarda il breve termine (*Management by objectives* gli obiettivi si possono riferirsi al MOL, all'utile netto, o ancora, alla posizione finanziaria netta.)

¹²<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

4.4 La comparabilità dei KPIs della Tassonomia

Il settore delle *utilities* è particolarmente coinvolto dalla Tassonomia poiché le sue attività rientrano principalmente tra quelle che possono apportare un contributo sostanziale alla mitigazione e all'adattamento ai cambiamenti climatici, o sono direttamente influenzate dalla transizione energetica. Queste attività svolgono già un ruolo fondamentale nella transizione attuale, ma saranno sempre più chiamate a ridurre le emissioni e ad adottare processi di sviluppo che riguardano l'efficienza energetica, ed altre attività come la produzione di energia da fonti rinnovabili o la promozione della mobilità elettrica. La Tassonomia è uno strumento per aiutare gli investitori, le aziende e gli emittenti, fissando delle regole il più possibile condivise per orientare gli investimenti (pubblici ma soprattutto privati) in tutta l'Unione Europea e rappresenta una soluzione efficace contro pratiche di rappresentazione non veritiera del grado di sostenibilità delle attività. La disponibilità di dati è fondamentale per aumentare l'offerta di strumenti di finanza sostenibile e definire strategie d'investimento robuste. Tuttavia, nonostante i progressi compiuti negli ultimi anni, permangono importanti limiti nella disponibilità, affidabilità e comparabilità dei dati che ostacolano la capacità del mercato di allocare in modo efficiente i capitali verso i progetti più meritevoli.

La sua analisi è stata inclusa all'interno di tale comparazione in quanto le informazioni prodotte possono essere utilizzate dagli investitori per effettuare una comparazione tra le performance di sostenibilità delle attività aziendali. L'analisi attraverso questo standard di rendicontazione è stata condotta utilizzando un approccio differente rispetto al precedente per l'analisi attraverso gli standard GRI: ci si è discostati dall'analisi per "aree di business" spostando il focus sulla singola "attività economica". In questa parte dell'elaborato sono state quindi raccolte dai report le attività riportate negli schemi previsti dal Regolamento Tassonomia¹³ di ogni azienda del campione, che sono dallo stesso identificate sulla base di un codice identificativo. L'analisi, per quanto riguarda questo elaborato, può limitarsi ad oggi solamente al fattore environmental per l'obiettivo di mitigazione del cambiamento climatico, a causa dell'attuale limitazione dei dati disponibili nella rendicontazione aziendale e posto che non è ancora possibile ottenere alcun dato sulla Tassonomia sociale o di governance, in quanto attualmente in fase evolutiva. L'attività di raccolta delle informazioni ha permesso l'individuazione delle seguenti attività ammissibili alla Tassonomia complessivamente svolte dalle

¹³Vedi:<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R2139&qid=1692253155390>

quattro aziende, che vengono illustrate in Tabella 4.16 insieme al relativo codice.

Tabella 4.16: Attività ammissibili alla Tassonomia UE delle aziende nel campione, suddivise per business units

Business unit e attività	Codice
Energia e Gas	
Produzione di elettricità da energia eolica	4.3
Produzione di elettricità da energia idroelettrica	4.5
Produzione di energia elettrica da bioenergia	4.8
Trasmissione e distribuzione di energia elettrica	4.9
Cattura e utilizzo di gas di discarica	5.10
Produzione di biogas e biocarburanti destinati ai trasporti e di bioliquidi	4.13
Reti di trasmissione e distribuzione per gas rinnovabili e a basso contenuto di carbonio	4.14
Distribuzione di teleriscaldamento/raffreddamento	4.15
Installazione e gestione di pompe di calore elettriche	4.16
Cogenerazione di calore/raffreddamento ed energia da bioenergia	4.20
Produzione di calore e freddo a partire dall'energia geotermica	4.22
Ciclo Idrico	
Costruzione, ampliamento e gestione di sistemi di raccolta, trattamento e fornitura dell'acqua	5.1
Costruzione, ampliamento e gestione di sistemi di raccolta e trattamento delle acque reflue	5.3
Rinnovo di sistemi di raccolta e trattamento delle acque reflue	5.4
Ambiente	
Raccolta e trasporto di rifiuti non pericolosi in frazioni separate alla fonte	5.5
Digestione anaerobica di fanghi di depurazione	5.6
Digestione anaerobica di rifiuti organici	5.7
Compostaggio di rifiuti organici	5.8
Recupero di materiale da rifiuti non pericolosi	5.9
Altro	
Fabbricazione di materie plastiche in forme primarie	3.17
Dispositivi di mobilità personale	6.4
Trasporto mediante moto autovetture e veicoli commerciali leggeri	6.5
Infrastrutture che consentono un trasporto su strada e un trasporto pubblico a basse emissioni di carbonio	6.15
Costruzione di nuovi edifici	7.1
Installazione, manutenzione e riparazione	
-di apparecchiature per l'efficienza energetica	7.3
-di stazioni di ricarica per veicoli elettrici negli edifici	7.4
-di strumenti e dispositivi per la misurazione, la regolazione e il controllo delle prestazioni energetiche degli edifici	7.5
-di tecnologie per le energie rinnovabili	7.6
Servizi professionali connessi alla prestazione energetica degli edifici	9.3

Il processo di confronto sull'allineamento alla Tassonomia tra i *player* del settore si articola attraverso le seguenti fasi: ad alto livello è possibile raccogliere dai report i dati sui tre KPIs comuni e uniformemente misurabili (Turnover, CapEx, OpEx). Per un'analisi più dettagliata è possibile, dopo aver identificato le attività condivise, accostare i dati pubblicati da ciascuna organizzazione in forma tabellare per condurre un confronto basato sul grado di allineamento. Questo processo permette di visualizzare chiaramente il contributo di ciascuna attività al valore complessivo. L'organizzazione delle informazioni in questo modo, consente di isolare ogni attività e garantisce la comparabilità puntuale sull'allineamento tra due o più aziende, anche se di dimensioni considerevoli, per ogni attività svolta. Si ricordi che la finalità di tale confronto è porsi nell'ottica di un investitore il cui obiettivo è, bilancio alla mano, comprendere un'azienda presenta nel suo bilancio una percentuale maggiore di fatturato, investimenti e costi operativi, in generale o in riferimento ad una specifica attività di interesse, al fine di valutare l'impegno nella transizione dell'azienda in cui intende investire, quindi permettere il corretto riorientamento dei flussi di capitale. La disclosure richiesta dalla Tassonomia consente il superamento alcune delle sfide di comparabilità riscontrate in precedenza in GRI. In primo luogo perché lo standard GRI produce un documento orientato alla comunicazione verso l'esterno che rappresenti le esternalità positive e negative, ma senza misurare la ricaduta diretta sul bilancio di esercizio. Mediante la Tassonomia, al contrario è possibile rifarsi ai dati del bilancio consolidato utilizzando l'unità di misura monetaria, la quale risulta essere la più adeguata per mettere in relazione la valutazione delle performance di sostenibilità con le performance finanziarie. Le organizzazioni sono tenute ad eseguire un'analisi di ammissibilità preliminare finalizzata ad identificare le attività concretamente esercitate che trovano riscontro con quelle elencate e descritte negli allegati I e II del Climate Delegated Act rispettivamente dedicati agli obiettivi climatici di mitigazione e adattamento - e tenuto conto del Complementary Delegated Act. Segue ora l'illustrazione dei dati raccolti nella reportistica di sostenibilità delle aziende appartenenti al campione, con una disamina che si limita inizialmente ad un'analisi di alto livello, e prosegue poi con un dettaglio per singole attività. Per informazioni di maggior dettaglio sulle attività ammissibili, allineate e non ammissibili, oltre che sui criteri di calcolo della relativa quota di ricavi, spese operative (OpEx) e spese in conto capitale (CapEx), si rinvia al paragrafo 2.5.1. Si precisa che gli indicatori sono stati calcolati su base consolidata avendo cura di evitare rischi di *double counting*; in particolare, sono state considerate le elisioni

delle partite infragruppo ed apportati i necessari accorgimenti nel caso di ricavi, spese in conto capitale e spese operative comuni a più attività economiche.

4.4.1 Turnover

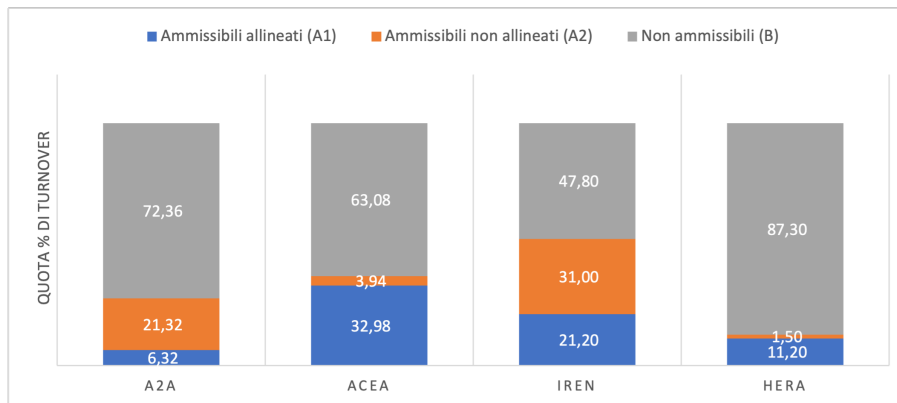


Figura 4.2: Ricavi allineati, ammissibili e non ammissibili per la Tassonomia. Fonte: Elaborazione personale

Nel campione esaminato si nota come l'azienda A2a ha una percentuale relativamente bassa di ricavi ammissibili allineati (6.32%) rispetto a quelli ammissibili ma non allineati (21.32%) e non ammissibili (72.36%). Come rendicontato, complessivamente questa azienda genera il 61,2% del proprio turnover da attività contemplate nel Regolamento, ed il 38,8% da attività da esso non contemplate. Acea ha la percentuale di ricavi ammissibili allineati più elevata del campione che rappresenta una buona parte dei suoi ricavi totali (32.98%), mentre la percentuale ammissibile ma non allineata risulta molto bassa (4%). Questa azienda rendiconta ai suoi stakeholder anche i contributi sull'allineamento con suddivisione per area di business: le due aree che contribuiscono maggiormente all'allineamento sono quella idrica, con il 69% del totale del fatturato allineato e quello delle infrastrutture energetiche con il 23%; Per quanto riguarda Iren, viene rendicontata una quota di attività ammissibili allineate pari al 21%, non allineate pari al 31% e non ammissibili pari al 48%. Si ritiene significativo però evidenziare che tali dati sterilizzano l'effetto per cui la Tassonomia non considera ammissibili attività che hanno una considerevole rilevanza per il Gruppo, quali ad esempio la vendita di energia elettrica e gas (che impattano circa il 29% dei ricavi totali), che potrebbero avere un impatto positivo sulla mitigazione del cambiamento climatico se orientate alla commercializzazione di energia elettrica da fonti rinnovabili o gas low carbon: se queste attività si allineassero, ciò contribuirebbe ad elevare i ricavi ammissibili non allineati ad una percentuale significativa (87,3%), che

supera i ricavi ammissibili allineati (11.20%). In conclusione, l'azienda ha un focus maggiore su attività sostenibili che, sebbene non perfettamente allineate, possono ancora essere considerate come potenziali contributi positivi agli obiettivi della Tassonomia. Infine, Hera ha ricavi da attività ammissibili allineate che si attestano attorno all' 11% del fatturato totale, la percentuale più bassa di ricavi ammissibili allineati tra le quattro aziende. L'azienda evidenzia però che il denominatore del KPI relativo al fatturato potrebbe risultare fortemente influenzato nei settori dell'energia dall'incremento del prezzo delle *commodities* e dalle attività di intermediazione, che hanno generato corrispondenti forti aumenti anche dal lato dei costi. Tale dato quindi, al fine di garantire un'analisi puntuale e garantire una migliore comparabilità dei risultati, è calcolato come KPI sintetico del fatturato “*adjusted*”, sterilizzando l'anomalo aumento dei prezzi del 2022. Inoltre, anche in questo caso, il 5% del fatturato non ammissibile è relativo ad attività di vendita di energia elettrica rinnovabile, attività sostenibile ma non inclusa nell'elenco della Tassonomia.

4.4.2 CapEx

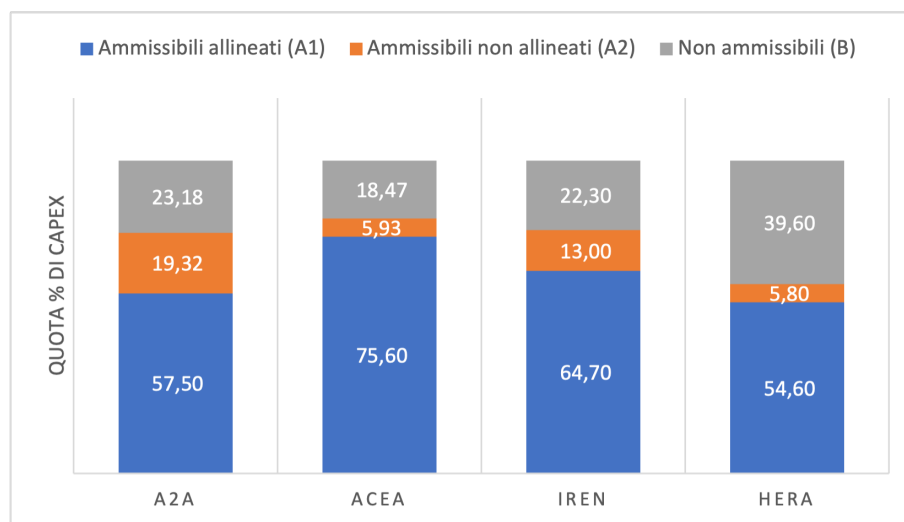


Figura 4.3: CapEx allineati, ammissibili e non ammissibili per la Tassonomia. Fonte: Elaborazione personale

A2a presenta una quota di CapEx legata ad attività allineate ed ammissibili pari al 57,5% del totale, ammissibili ma non allineate pari al 19,32% e non ammissibili pari al 23,18%. Gli investimenti ammissibili ma non allineati della sezione A2 sono riconducibili principalmente alle attività di generazione elettrica, cogenerazione e produzione di calore/freddo da combustibili gassosi fossili.

Il denominatore dell'indicatore è costituito dalla somma degli incrementi lordi contabilizzati nell'esercizio 2022 con riferimento a immobilizzazioni materiali di proprietà, diritti d'uso e immobilizzazioni immateriali, dettagliati nella nota integrativa n. 1 "Immobilizzazioni materiali" e nella nota n. 2 "Immobilizzazioni immateriali" del bilancio consolidato. Acea ha la percentuale più elevata di CapEx ammissibili allineati (75,60%) che rappresentano una grande parte delle sue spese di investimento. Ciò indica un impegno significativo da parte dell'azienda verso progetti sostenibili e conformi alla Tassonomia: le due aree industriali che contribuiscono maggiormente a tale allineamento sono il comparto idrico (61% del totale dei CapEx allineati) e delle infrastrutture energetiche (29% del totale dei CapEx allineati); Segue Iren con una percentuale attorno al 64%, che è comunque relativamente alta e che superano i CapEx ammissibili non allineati. Hera, infine, presenta una percentuale relativamente bassa rispetto alle competitors di CapEx ammissibili allineati. In generale quindi, per quanto riguarda i CapEx, la Tabella sopra esposta mostra che tutte le quattro aziende stanno investendo in progetti e attività allineati alla Tassonomia UE, ma con alcune differenze significative tra di loro: A2A, Acea e Iren sembrano essere in una posizione più favorevole, con una percentuale più elevata di CapEx ammissibili allineati rispetto a Hera, la quale potrebbe beneficiare di un maggiore impegno per aumentare la percentuale di investimenti allineati alla Tassonomia. In generale, le aziende possono investire nell'allineamento delle attività economiche con la Tassonomia indipendentemente dal loro punto di partenza.

4.4.3 OpEx

Infine, la stessa analisi si estende anche agli OpEx: questo KPI comprende i costi presenti nel conto economico del bilancio consolidato redatto secondo i principi IAS-IFRS, associati a ricerca e sviluppo, interventi di ristrutturazione edilizia, locazioni a breve termine, manutenzione e riparazione, nonché altri costi diretti relativi alla manutenzione ordinaria quotidiana degli attivi materiali necessari a garantire il funzionamento continuo ed efficiente di tali beni, sia essa eseguita internamente che affidata a società terze. Tali costi comprendono, pertanto, quote di costo del lavoro, di costi esterni per servizi e di costi di acquisto di materiali, direttamente imputabili a tali manutenzioni ordinarie. A2a presenta il 41,8% allineato, mentre Acea si distingue per la percentuale elevata di OpEx ammissibili allineati, pari al 73% circa e provenienti dalle business unit Idrico (82% degli OpEx allineati) e delle Infrastrutture Energetiche (8% degli OpEx allineati). Per

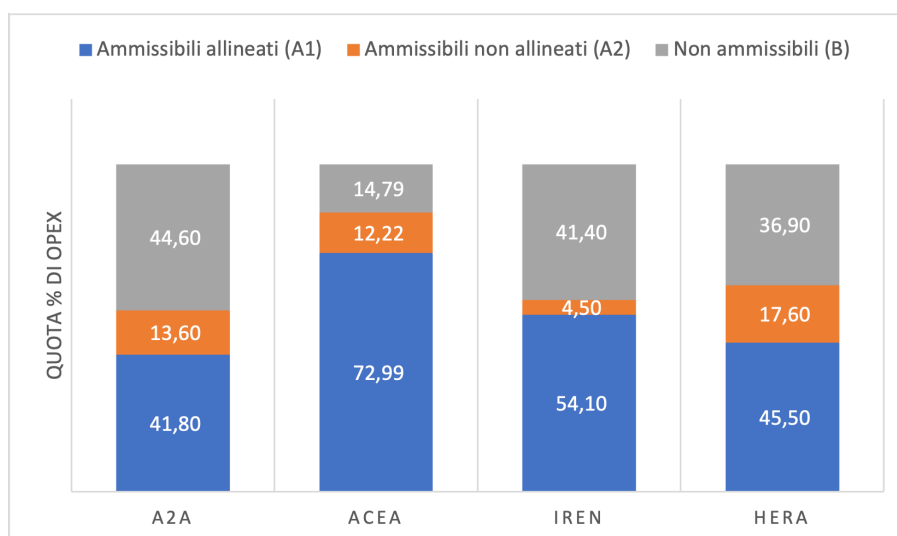


Figura 4.4: OpEx allineati, ammissibili e non ammissibili per la Tassonomia. Fonte: Elaborazione personale

Iren le spese allineate pari al 54,10% si riferiscono prevalentemente alle attività di raccolta e trasporto di rifiuti differenziati, a dispositivi per l'efficienza energetica e ai sistemi di raccolta, trattamento e fornitura di acqua. In Hera la quota ammissibile è pari al 45,50%.

Si propone in Tabella 4.17 un riassunto dei tre KPIs della Tassonomia raccolti, con indicazione del loro valore assoluto e in percentuale rispetto al totale.

Tabella 4.17: Quota di fatturato, spese in conto capitale e spese operative derivanti da prodotti o servizi associati ad attività economiche ammissibili e allineate alla Tassonomia — Informativa relativa all'anno 2022

Nome	A2a	Acea	Hera	Iren
Ricavi (mln€)	22,676.62	4,676.38	19,871.30	7,631.31
Allineati (mln€)	1,433.54	1,542.14	2,232.90	1,615.52
	6.32%	32.98%	11.20%	21.20%
Ammissibili (mln€)	4,834.69	184.09	295.20	2,371.28
	21.32%	3.94%	1.50%	31.00%
Capex (mln€)	1,632.95	1,059.43	685	1,014.70
Allineato (mln€)	939.55	800.97	374	845.53
	57.50%	75.60%	54.60%	64.70%
Ammissibile	315.50	62.84	40	169.17
	19.32%	5.93%	5.80%	13.00%
Opex (mln€)	237.630	153.19	334.30	1,324.18
Allineato	99.32	111.81	152.1	715.74
	41.80%	72.99%	45.50%	54.10%
Ammissibile (mln€)	32.33	18.72	58.70	59.25
	13.60%	12.22%	17.60%	4.50%

Per una panoramica completa del grado di allineamento dell'organizzazione relativamente a specifiche attività aziendali, è sufficiente selezionare queste in base al codice Tassonomia. Si riporta nelle Tabelle 4.19, 4.20, 4.21, una rappre-

sentazione sulla base dell'informativa estratta della quota di Turnover, CapEx e OpEx, limitatamente a solo alcune attività comuni:

Tabella 4.18: Attività ammissibili

Settore	Codice
Distribuzione di teleriscaldamento/raffreddamento	4.15
Trasmissione e distribuzione di energia elettrica	4.9
Costruzione, ampliamento e gestione di sistemi di raccolta, trattamento e fornitura dell'acqua	5.1
Cattura e utilizzo di gas di discarica	5.10
Costruzione, ampliamento e gestione di sistemi di raccolta e trattamento delle acque reflue	5.3
Raccolta e trasporto di rifiuti non pericolosi in frazioni separate alla fonte	5.5
Digestione anaerobica di rifiuti organici	5.7
Compostaggio di rifiuti organici	5.8
Installazione, manutenzione e riparazione di apparecchiature per l'efficienza energetica	7.3
Installazione, manutenzione e riparazione di tecnologie per le energie rinnovabili	7.6

Tabella 4.19: Quota di fatturato relativo ad attività ammissibili, eleggibili e non ammissibili alla Tassonomia comuni alle aziende del campione, riferita all'obiettivo di mitigazione del cambiamento climatico

	A2a		Acea		Hera		Iren		
	Codice	mln€	%	mln€	%	mln€	%	mln€	
A.1 Attività ammissibili alla tassonomia									
	4.15	179.44	0.8	11.00	0.2	5.10	-	63.88	0.8
	4.9	123.74	0.6	352.48	7.5	111.50	0.6	130.97	1.7
	5.1	53.80	0.2	680.79	14.6	482.40	2.4	273.66	3.6
	5.10	3.39	0.0	0.84	0.0	2.20	-	4.72	0.1
	5.3	9.12	0.0	381.51	8.2	250.00	1.3	143.50	1.9
	5.5	273.48	1.2	15.19	0.3	343.80	1.7	274.20	3.6
	5.7	0.61	-	9.21	0.2	20.00	0.1	17.41	0.2
	5.8	0.63	-	0.57	-	4.00	-	2.58	0
	7.3	98.22	0.4	72.35	1.6	522.10	2.6	344.65	4.5
	7.6	2.68	0.0	0.51	0.0	78.80	0.4	42.60	0.6
Totale		745.10	3.3	1524.45	32.6	1819.90	9.1	1298.16	17.0
A.2. Attività ammissibili ma non sostenibili									
	4.15	4.56	0.0	8.11	0.2	57.30	0.3		
	4.30	81.90	0.4	2.21	0.1	102.20	0.5	1549.24	20.3
	5.3	37.51	0.2	169.19	3.6	51.80	0.3	64.75	0.8
Totale		123.96	0.6	179.51	3.9	211.30	1.1	1613.99	21.1
B. Attività non ammissibili		16408	72.4	2950	63.09	17343.2	87.3	3644	47.8
Totale		17277.45	76.2	4654.11	99.6	19374.40	97.5	6556.65	85.9

4.5 Valore e impatto generato dalla sostenibilità

In conclusione all'analisi condotta sugli standard GRI e sulla Tassonomia, si vuole offrire una panoramica di ulteriori informazioni finanziarie a supporto della rendicontazione di sostenibilità, volte ad esprimere l'impatto che l'attività aziendale ha sulla performance reddituale e patrimoniale, e che quindi rappresentano un

Tabella 4.20: Quota di CapEx relativo ad attività ammissibili, eleggibili e non ammissibili alla Tassonomia comuni alle aziende del campione, riferita all'obiettivo di mitigazione del cambiamento climatico

	A2a			Acea		Hera		Iren	
A.1 Attività ammissibili alla tassonomia	Codice	mln€	%	mln€	%	mln€	%	mln€	
	4.15	43.86	2.7	2.93	0.3	2.30	0.3	63.88	0.8
	4.9	17.80	10.9	198.13	18.7	43.80	6.4	130.97	1.7
	5.1	28.57	1.8	214.67	20.3	110.40	16.1	273.66	3.6
	5.10	0.13	0.0	-	0	-	0.0	4.72	0.1
	5.3	12.94	0.8	171.91	16.2	60.10	8.8	143.50	1.9
	5.5	14.11	0.9	482.00	0.1	30.10	4.4	274.20	3.6
	5.7	51.85	3.2	7.98	0.8	1.10	0.2	17.41	0.2
	5.8	88.49	0.0	0.52	0.1	0.30	0.0	2.58	0.0
	7.3	12.84	0.8	0.79	0.0	1.70	0.2	344.65	4.5
	7.6	1.22	0.1	-	0	0.60	0.1	42.60	0.6
Totale		271.81	21.1	1.078,93	56.3	250.40	36.5	1.298,16	17.0
A.2. Attività ammissibili ma non sostenibili									
	4.15	70.05	0.0	0.96	0.0	1.50	0.1	-	-
	4.30	73.70	4.5	2.72	0.3	10.20	5.8	19.41	1.5
	5.3	41.82	2.6	39.03	3.7	16.70	0.8	40.11	3.1
Totale		185.57	7.1	42.70	4.0	28.40	6.7	59.53	4.6
B. Attività non ammissibili									
		377.91	23.1	195.62	18.5	271.00	39.5	169	13.0
Totale		835.29	51.3	1.317,25	78.7	549.80	82.7	1.526,85	34.6

Tabella 4.21: Quota di OpEx relativo ad attività ammissibili, eleggibili e non ammissibili alla Tassonomia comuni alle aziende del campione, riferita all'obiettivo di mitigazione del cambiamento climatico

	A2a			Acea		Hera		Iren	
A.1 Attività ammissibili alla tassonomia	Codice	mln€	%	mln€	%	mln€	%	mln€	
	4.15	1.00	0.4	0.819	0.5	0.40	0.1	6.77	0.5
	4.9	15.12	6.4	8.630	5.6	10.40	3.1	13.00	1.0
	5.1	2.89	1.2	60.193	39.3	40.00	12.0	65.69	5.0
	5.10	0.87	0.4	15.000	0.0	0.30	0.0	0.90	0.1
	5.3	0.84	0.4	30.987	20.2			22.30	1.7
	5.5	27.90	11.7	0.410	0.0	22.70	6.8	212.75	16.1
	5.7	0.14	0.1	2.710	1.8	2.20	0.7	10.48	0.8
	5.8	0.21	0.1	0.117	0.1	0.30	0.0	0.87	0.1
	7.3	12.75	5.4	0.991	0.7			278.56	21.0
	7.6	0.12	0.1	0.129	0.1	26.90	8.0	39.62	3.0
Totale		61.85	26.0	119.99	68.3	103.20	30.7	650.94	49.3
A.2. Attività ammissibili ma non sostenibili									
	4.15	3.93	0.0	0.41	0.3	0.4	0.1	-	-
	4.30			2.75	1.8	19.5	5.8	19.76	1.5
	5.3	2.10	0.9	15.43	10.1	2.7	0.8	13.62	1.0
Totale		6.03	0.9	18.59	12.1	22.60	6.7	33.38	2.5
B. Attività non ammissibili									
		105.99	44.6	22.66	14.8	123.5	37	549	41.5
Totale		173.86	71.5	161.24	95.2	249.30	74.4	1233.51	93.3

approccio per spiegare agli stakeholder le modalità di generazione di valore mediante un approccio volto alla sostenibilità, mediante informazioni che possono essere riconciliate, direttamente o indirettamente, ai bilanci consolidati.

4.5.1 La creazione di valore condiviso di Hera

Il gruppo Hera merita un approfondimento in quanto rendiconta un'informazione di carattere volontario che va oltre a quelle richieste dalla Tassonomia: esso include nel proprio bilancio anche il dato relativo al margine operativo lordo derivante dalle attività allineate all'obiettivo di mitigazione dei cambiamenti climatici: viene chiamato "Mol Tassonomia" ed è coerente al Mol del bilancio consolidato. Include tutti i costi operativi, e non si limita ai soli aggregati di costo facenti parte dell' OpEx. Al numeratore è considerata la quota di Mol relativa alle attività allineate, mentre al denominatore viene preso in considerazione il Mol totale del gruppo. Nel 2022 il Mol relativo ad attività di business ammissibili allineate all'obiettivo di mitigazione dei cambiamenti climatici corrisponde a 580,2 milioni di euro (circa il 45% del totale), ossia l'88% della quota ammissibile:

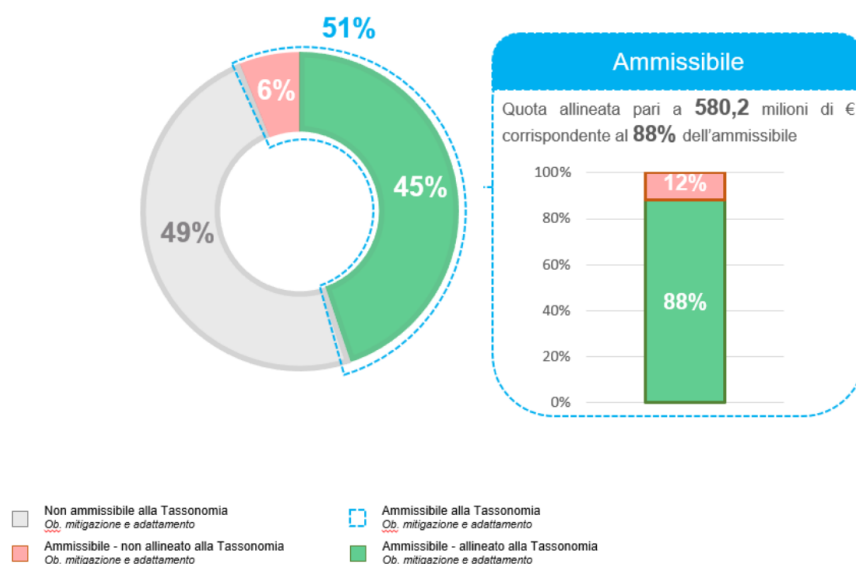


Figura 4.5: Mol Tassonomia del gruppo Hera. Fonte: Bilancio di sostenibilità di Hera

Questa informazione è interessante poiché fornisce al mercato un'ulteriore metrica finanziaria che permette di illustrare in modo più accurato le sue prestazioni economiche. Inoltre, è ritenuta importante dall'azienda per conciliare il "Mol Tassonomia" con il concetto di "Mol a valore condiviso" (Mol Csv), definito dalla stessa azienda come la parte del reddito industriale attribuibile alle attività

che rispondono alle esigenze di cambiamento verso la sostenibilità indicate nell'Agenda Globale. Il calcolo del Mol Csv prevede una metodologia specifica: viene dapprima svolta un'analisi di tutte le attività svolte, vengono poi identificate quelle coerenti con i driver e le aree di impatto definite in un framework Csv¹⁴ e viene valutato il margine operativo lordo corrispondente. Infine il dato è validato da una società esterna per garantirne accuratezza e trasparenza. Ne rientrano le attività che generano valore per l'azienda e affrontano le problematiche e le sfide della comunità, in linea con gli ambiti strategici per lo sviluppo dell'azienda, come illustrato in Figura 4.7.

Il Margine Operativo Lordo a valore condiviso relativo al 2022 ammonta a 670,3 milioni di euro, rappresentando il 51,8% del MOL totale. Questo valore rappresenta un aumento del 17% rispetto al 2021, in allineamento con la traiettoria delineata dal piano industriale, che mira a far sì che il MOL a valore condiviso rappresenti il 62% del totale entro il 2026 e il 70% entro il 2030. Tale incremento annuo è notevole, soprattutto considerando che il MOL complessivo del Gruppo è cresciuto del 6% rispetto all'anno precedente, raggiungendo un totale di 1.295,0 milioni di euro. Questo dato suggerisce chiaramente che la crescita del MOL derivante dalle attività di business che generano valore condiviso è superiore a quella causata dalle attività di business che non contribuiscono a questo obiettivo. Si precisa che il totale del Mol a valore condiviso non corrisponde alla somma del Mol dei singoli *driver* a causa di attività riconducibili a più *driver*.

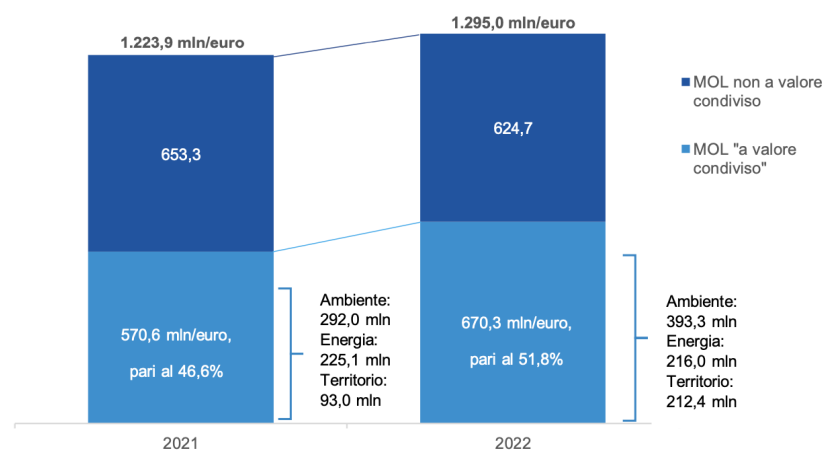


Figura 4.6: Mol a valore condiviso rispetto al Mol complessivo del gruppo Hera. Fonte: Bilancio di sostenibilità di Hera

¹⁴Il framework Csv si compone di tre driver del cambiamento e nove aree di impatto a loro volta collegate agli 11 obiettivi dell'Agenda ONU a cui il Gruppo contribuisce, di cui sette prioritari.

Questa informativa indicatore può risultare interessante al fine di comprendere se crescita del Mol derivante da attività che creano valore condiviso è maggiore rispetto a quella determinata dalle attività di business che non lo creano.

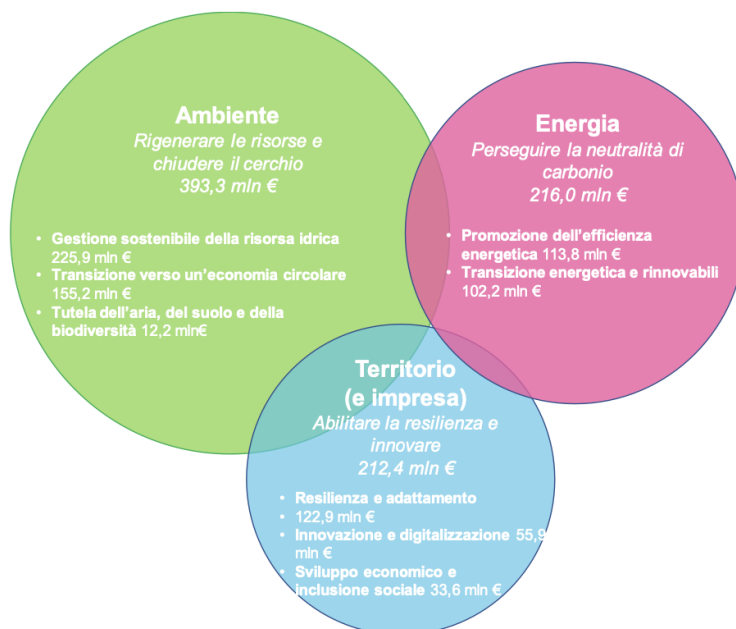


Figura 4.7: Mol a valore condiviso del Gruppo Hera. Fonte: Bilancio di sostenibilità di Hera

Il contributo prevalente deriva da attività e progetti afferenti al *driver* Ambiente che mirano a “rigenerare le risorse e chiudere il cerchio” (393,3 milioni di euro), seguiti da quelli relativi al *driver* Energia che mirano invece a “perseguire la neutralità di carbonio” (circa 216,0 milioni di euro). Mentre i progetti e le attività afferenti al *driver* Territorio (e impresa) puntano ad “abilitare la resilienza e innovare” contribuendo nel 2022 per 212,4 milioni di euro.

In aggiunta a ciò, il gruppo fornisce informativa dettagliata al mercato anche in merito alle principali voci di investimento effettuate nell'esercizio di riferimento che sono finalizzati alla creazione di tale valore condiviso (Figura 4.8), che nell'anno 2022 sono pari a 510,0 milioni di euro, importo che rappresenta il 62,3% della somma degli investimenti effettuati dal Gruppo Hera.

Tabella 4.22: Mol e investimenti a valore condiviso del Gruppo Hera

	2020	2021	2022
Mol a valore condiviso (mln€)	455,1	570,6	670,3
Mol a valore condiviso (% su totale)	40,5%	46,6%	51,8%
Investimenti a valore condiviso (mln€)	297,4	452,7	510
Investimenti a valore condiviso (% su totale)	55,5%	68,0%	62,3%

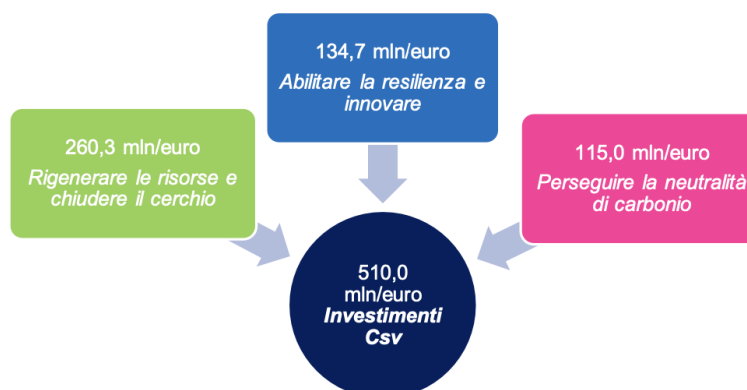


Figura 4.8: Investimenti a valore condiviso del Gruppo Hera. Fonte: Bilancio di sostenibilità di Hera

4.6 Risultati dell'analisi comparativa tra aspettative e realtà

Sin dall'inizio di questa ricerca, si era ipotizzato che l'analisi comparativa delle metriche di performance presenti nei report sarebbe stata agevolata dalla presenza di fattori di convergenza nel campione. Questi fattori comprendevano la selezione di aziende con uniformità riguardo alla dimensione, al settore di operatività, alle attività svolte e ai servizi offerti. Inoltre, si presumeva che l'adozione degli stessi standard di rendicontazione nei report avrebbe ulteriormente agevolato tale analisi.

Secondo quanto precedentemente affermato, lo standard GRI ha tentato di istituire criteri misurabili che potrebbero teoricamente facilitare il confronto tra le aziende: il suo utilizzo è indubbiamente utile per il lettore che cerca una visione panoramica dell'influenza dell'organizzazione sull'esterno attraverso le sue attività. Nella pratica però, l'informativa offerta è differente a seconda di come l'azienda ritiene più opportuno spiegare ai propri stakeholder l'impatto delle attività svolte. Per questo motivo, nonostante l'abbondanza di informazioni presenti nelle relazioni di sostenibilità pubblicate, la ricerca dei dati necessari per la misurazione e la comparazione delle metriche di performance è risultata essere più complessa di quanto inizialmente previsto.

Si ricorda che lo scopo dell'elaborato era l'analisi dettagliata di ciascun rapporto per comprendere se ed in che modo sia possibile garantire un confronto accurato delle prestazioni in termini di sostenibilità, ed in che modo queste possano essere correlate alle misure finanziarie calcolate a partire dai dati del bilancio

d'esercizio. Al termine della prima parte del lavoro, la conclusione a cui l'analisi è giunta e la risposta al primo quesito posto alla base di questa analisi (Le informazioni sulla performance sono comparabili basandosi sugli attuali standard di rendicontazione in vigore?) risulta essere negativa con riferimento allo standard GRI: gli indicatori quantitativi che propone non necessariamente rappresentano le metriche più comparabili a disposizione del fruitore del bilancio di sostenibilità, né sono volte a spiegare l'interrelazione della strategia aziendale con le questioni finanziarie. Questa prima conclusione trova spiegazione nelle motivazioni che seguono:

1. L'ostacolo più frequente nell'analisi delle performance di sviluppo sostenibile è la carenza di dati quantitativi espressi in termini monetari, che rendano possibile la valutazione degli aspetti finanziari e patrimoniali che permettano di comprendere la correlazione con gli aspetti reddituali e patrimoniali;
2. Inoltre, quando si tratta di informazioni relative agli impatti sociali e alla governance, i dati qualitativi diventano preponderanti e rendono più difficile il confronto tra diverse aziende.
3. Sebbene la maggior parte degli indicatori richiesti da GRI sembra essere trattata nelle relazioni, questa copertura è solo apparente: la maggior parte dei report analizzati non ha soddisfatto con completezza tutti i requisiti informativi richiesti a causa della specificità dei KPIs e della diversa rilevanza attribuita dall'azienda ad alcuni indicatori piuttosto di altri, e talvolta a causa del diverso perimetro adottato per la rendicontazione, in quanto in alcuni casi le aziende dichiarano di includere solo una parte delle organizzazioni esistenti;
4. L'eterogeneità delle unità di misura per la valutazione del medesimo fenomeno, insieme all'assenza di uniformità nella rendicontazione degli indicatori di sostenibilità, i quali dipendono fortemente dalle specificità del contesto aziendale, rendono ogni rappresentazione diversa e quindi difficile da confrontare.
5. Nonostante l'abbondanza di informazioni, queste sono disseminate nei documenti e ciò determina una variabilità nelle rappresentazioni, che non consente che i dati utili siano immediatamente individuabili per il lettore.

Questi difetti dell'attuale struttura reporting hanno compromesso la possibilità di effettuare una comparazione puntuale delle performance di sostenibilità

aziendale e non ha reso possibile l'identificazione di una correlazione tra le performance socio-ambientali e finanziarie delle aziende, mediante l'uso degli indicatori previsti dallo standard GRI. Per quanto riguarda la Tassonomia, la risposta alla prima domanda d'analisi risulta essere affermativa, confermando la sua importanza della dimensione quantitativa della disclosure di sostenibilità per aumentare il livello di *accountability* e ridurre le asimmetrie informative.

Nell'affrontare la seconda domanda dell'analisi (Quali indicatori vengono attualmente adottate per comunicare gli impatti economico-finanziari delle proprie performance di sostenibilità?), emergono diverse considerazioni. Sebbene le imprese tentano di mostrare come queste influenzano le prestazioni finanziarie di un'azienda e il suo valore nel lungo periodo e quali sono gli effetti che l'azienda provoca sulla società e l'ambiente circostante, questo avviene prevalentemente per via descrittiva. Attualmente, i principali indicatori quantitativi e standardizzati utilizzati per stabilire una connessione tra informazioni finanziarie e non finanziarie sono quelli forniti dalla Tassonomia: turnover, CapEx, OpEx. Oltre a questi, è stato evidenziato che alcuni degli indicatori inclusi nello standard GRI costituiscono un primo tentativo di collegare aspetti economico-finanziari a quelli di sostenibilità, come si è visto per il GRI 201-1 e il GRI 302-3. Tuttavia, è importante notare che il numero di tali indicatori è limitato e la loro presenza non è sempre uniforme tra aziende. Al di là degli standard di rendicontazione poi, ogni report di sostenibilità esaminato cerca di comunicare come il proprio "fare del bene" contribuisca alla creazione di valore e quali siano gli impatti economico-finanziari derivanti da tali azioni, attraverso metodologie sviluppate internamente dalle funzioni aziendali, in particolare dalla funzione di *Enterprise Risk Management*, a cui è affidata la responsabilità di gestire le questioni legate al cambiamento climatico. Queste rappresentazioni possono fornire al lettore del bilancio un'integrazione rispetto a quanto richiesto dagli standard condivisi. Tuttavia, poiché queste informazioni non seguono uno schema standardizzato, possono essere difficili da utilizzare in un contesto comparativo, nonostante la possibilità di raccordo col dato finanziario. Allo stato attuale queste rappresentazioni permettono solamente un confronto intertemporale della stessa azienda ma non soddisfano l'ulteriore requisito richiesto della standardizzazione. Come si è potuto vedere dai bilanci di A2a e Hera, su cui si è voluto porre maggiore attenzione nella fase conclusiva dell'analisi, molte considerazioni circa l'impatto della sostenibilità aziendale possono essere svolte sull'EBITDA, o comunque sul

marginale operativo lordo¹⁵, generalmente riconosciuto ed utilizzato nella pratica come un indice di redditività e del valore dell'impresa. Conoscere quanto il reddito operativo è destinato a contribuire alla creazione di valore attraverso la sostenibilità aziendale è fondamentale per valutare l'efficacia delle performance aziendali nei settori gestiti. Inoltre, attraverso simulazioni che analizzano l'andamento futuro del reddito operativo in contesti diversi, è possibile anticipare come i rischi aziendali possano influenzare il valore complessivo dell'azienda. Questo tipo di analisi predittiva è strumentale per comprendere il potenziale impatto di eventi futuri, come cambiamenti climatici, crisi economiche o altre sfide, sull'andamento finanziario dell'azienda. È importante sottolineare che, mentre alcune analisi e valutazioni possono basarsi sui dati storici dell'azienda, altre richiedono inevitabilmente una prospettiva orientata al futuro. Questo approccio è cruciale per guidare le decisioni strategiche e pianificare le azioni finanziarie necessarie per implementare tali strategie. La sostenibilità, del resto non è fatta solamente di valutazioni retrospettive su quanto è stato fatto nell'esercizio, ma molto è dato anche dalle promesse su ciò che verrà svolto, a patto che gli strumenti a disposizione siano sufficienti a supportare gli investimenti volti all'efficientamento e allo sviluppo, oltre che comunicati in modo credibile affinché ne sia accertata la veridicità.

¹⁵La distinzione principale tra l'EBITDA e il Margine Operativo Lordo risiede principalmente negli accantonamenti. Nell'EBITDA, gli accantonamenti sono già sottratti e considerati nel risultato, mentre nel MOL non lo sono. Tuttavia, in molti casi, si verifica una semplificazione pratica in cui la differenza tra i due indicatori è trascurata, e di fatto, l'EBITDA viene assimilato al MOL, che può essere calcolato come "valore della produzione - costi operativi".

4.7 Considerazioni conclusive e prospettive future

In questa parte conclusiva dell'elaborato, si vuole rispondere alla terza domanda di analisi (Qual è lo stato dell'arte e quali sono le possibili soluzioni all'orizzonte per conciliare gli aspetti di rendicontazione finanziaria con quelli di sostenibilità?). Nell'esposizione dell'attuale contesto normativo e dei risultati d'analisi si è voluta trasmettere l'importanza cruciale che i bilanci non finanziari hanno nel trasmettere in che modo le strategie di sostenibilità concorrono ad influenzare i *driver* di generazione del valore delle organizzazioni. Posto che le strategie intraprese dalle società dimostrano la loro vera "sostenibilità" solo quando queste sono in grado di valutare e comunicare il valore generato attraverso il perseguimento dei propri risultati ed obiettivi, è evidente che senza una rendicontazione capace di evidenziare il valore prodotto dalle politiche ispirate agli obiettivi ESG, queste diventano di fatto non attuabili, poichè non otterrebbero il sostegno di una vasta parte degli azionisti, ma anche di alcune categorie stakeholder, qualora questi percepissero che i loro diritti non siano rappresentati. L'esigenza da parte degli investitori di valutare come i fattori ambientali, sociali e di governance influenzino i profitti di singole aziende, nonché il livello di rischio e quindi le performance complessive dei propri investimenti, rende sempre più imprescindibile una valutazione dell'impatto delle politiche di sostenibilità messe in atto dalle società, tanto da includere le considerazioni circa la sostenibilità nei meccanismi di valutazione aziendale, elevando i criteri ESG a *driver* di riferimento per la gestione delle attività finanziarie. È necessario quindi per le aziende, ragionare secondo un approccio integrato che consenta una valutazione completa che comprenda aspetti finanziari e sociali-ambientali congiuntamente, al fine di fornire una visione chiara e significativa delle attività e del valore prodotto. Ciò anche alla luce dell'interesse finanziario prevalente tra coloro che consultano i report di sostenibilità, e della costante crescita dell'interesse verso i temi di finanza sostenibile da parte di investitori. Si è marcata più volte l'importanza di individuare un *set* specifico di indicatori quantitativi quale soluzione per ridurre la confusione causata dalla discrezionalità lasciata dai diversi standard come GRI, soluzione che è stata avviata grazie alla Tassonomia, ma che si trova ancora in una fase embrionale sul piano della rendicontazione attualmente pubblicata e disponibile alla consultazione. Sebbene alcuni indicatori con riferimento a specifici dati economici siano già presenti nei bilanci analizzati, questi rappresentano solo una

minima percentuale. La standardizzazione degli indicatori quantitativi è la via per facilitare la comprensione delle dichiarazioni non finanziarie, in maniera analoga di quanto accade con gli indicatori di bilancio nell'analisi finanziaria. Una omogenizzazione in tale senso farebbe sì che i report siano più fruibili, facilitando anche la pubblicazione degli stessi dal lato azienda posto che non dovrebbero basarsi su *best practices* ma su criteri ESG oggettivi e misurabili.

A prescindere dall'attuale situazione di disomogeneità del reporting, il collegamento della dimensione monetaria a quella di sostenibilità è un ingrediente essenziale per valorizzare i costi e i benefici che derivano dalle attività aziendali ed aiuta a inquadrare meglio le performance aziendali in ottica di sviluppo sostenibile. L'analisi pratica ha potuto dimostrare come il confronto tra indicatori di sostenibilità sia possibile solamente nell'eventualità in cui il dato sia uniforme e condiviso tra le organizzazioni, ed ulteriore caratteristica importante è che ad essi sia possibile attribuire una connessione con aspetti economico-finanziari in termini di risparmi di costo, impatti o benefici ottenuti solo nel caso in cui si riesca a misurare tale impatto in senso monetario. Tuttavia, allo stato attuale i report non sono ancora dotati di un'informativa in grado di esprimere con un sufficiente grado di oggettività l'effetto in termini finanziari, derivante dalle proprie attività nonché da quelle dell'intera catena di fornitura. In alcuni report sono però già presenti delle analisi sviluppate dalle funzioni interne che mettono in relazione dati di bilancio con aspetti legati alla strategia di sostenibilità aziendale, in modo da quantificarne l'impatto monetario e i benefici che ne derivano.

Allo stato attuale quindi, rimane ancora debole il collegamento tra gli indicatori ESG e le informazioni di bilancio, l'unico che rende possibile una reale valutazione dell'impatto finanziario della sostenibilità. Tanto più l'informazione di sostenibilità è puntuale, anche sul piano quantitativo, tanto più rilevante diventa la connessione tra informazione finanziaria e non finanziaria, posto che quest'ultima può influenzare la prima incidendo così sulla performance reddituale e patrimoniale della società. Per far sì che si diffonda questo approccio è di fondamentale importanza superare l'attuale frammentazione nella disciplina, caratterizzata dalla presenza di vari *standard setters*, uniformare la diffusione dell'informativa sulla sostenibilità introducendo KPIs di riferimento facilmente utilizzabili e fondati su dati affidabili, se necessario differenziati in relazione al settore di appartenenza. Un punto di svolta sembra essere stato recentemente raggiunto, con l'istituzione dell'ISSB da parte della IFRS Foundation, anche se si tratta ancora di una fase embrionale dell'evoluzione in materia. Inoltre, una

delle principali sfide da superare è la mancanza di dati affidabili e di sistemi informativi atti a supportare la rendicontazione sia per quanto riguarda il costo elevato per la raccolta e gestione delle informazioni, sia per quanto riguarda la loro interpretazione che può essere affetta da soggettività dei diversi stakeholder.

Nei prossimi anni, ci si attende che l'importanza, la qualità e la disponibilità delle informazioni e dei dati migliorerà con il progredire dell'implementazione di nuove tecniche di misurazione nel quadro di riferimento per la finanza sostenibile e gli attori del mercato saranno in grado di sfruttare la Tassonomia e altre informazioni ESG per prendere decisioni di investimento informate, impegnarsi su obiettivi di sostenibilità e ottenere o fornire finanziamenti per la transizione verso un'economia neutrale dal punto di vista climatico e della sostenibilità. I problemi nella qualità del reporting di sostenibilità hanno effetti a catena: se si vuole che il mercato degli investimenti *green* sia credibile, gli investitori devono conoscere l'impatto sulla sostenibilità delle società in cui investono. Se gli investitori non dispongono di una panoramica affidabile dei rischi legati alla sostenibilità a cui sono esposte le aziende, il denaro non può essere incanalato verso attività rispettose dell'ambiente.

Bibliografia

- [1] Damodaran A. Cornell B. «Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?» In: *NYU Stern School of Business* (2020).
- [2] Petrini G. (a cura di). «Scegliere come misurare la sostenibilità. Linee guida ad una scelta consapevole dei metodi per misurare la sostenibilità aziendale». In: https://www.isprambiente.gov.it/files2023/notizie/2023_scegliere-come-misurare-la-sostenibilita_quinn.pdf (2023).
- [3] Dal Fabbro Luca. *ESG. La misurazione della sostenibilità*. Rubbettino Editore, 2022.
- [4] Zaniboni G. (a cura di) Ponzio A. «Sostenibilità aziendale, Strategie ESG e reporting di sostenibilità: gli strumenti per misurare il valore dell'impresa del futuro». In: *Il sole 24 ore* (2022).
- [5] A2a S.p.A. «Bilancio Integrato». In: <https://www.gruppoa2a.it/it/investitori/documenti-finanziari-sostenibilita> (2022).
- [6] Acea S.p.A. «Bilancio di sostenibilità». In: <https://www.gruppo.acea.it/il-nostro-impegno/bilancio-sostenibilita> (2022).
- [7] Hera S.p.A. «Bilancio di sostenibilità». In: <https://www.gruppohera.it/gruppo/sostenibilita/bilancio-di-sostenibilita> (2022).
- [8] Iren S.p.A. «Bilancio di sostenibilità». In: <https://www.gruppoiren.it/it/sostenibilita/bilanci-di-sostenibilita-dnf.html> (2022).
- [9] Giovanni Strampelli. «L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto». In: *Analisi Giuridica dell'Economia (ISSN 1720-951X)* Fascicolo 1.gennaio-marzo (2022), pp. 145–164. DOI: 10.1433/104833.
- [10] Colaert V. «The changing nature of financial regulation: sustainable finance as a new EU policy objective». In: *Common Market Law Review, Kluwer Law International* (2022), pp. 1669–1710.

