



Università
Ca' Foscari
Venezia

**Corso di Laurea magistrale
in Economia e Gestione delle aziende**

Tesi di Laurea

**INTEGRATED REPORT, OBIETTIVI DI
SOSTENIBILITÀ E REMUNERATION**

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Chiara Mio

Laureanda

Vanessa Costa

Matricola 871737

Anno Accademico

2018 / 2019

Abstract

CAPITOLO 1 - NON FINANCIAL DISCLOSURE: LINEE GUIDA E CONTESTO DI RIFERIMENTO

1.1 CONTESTO ATTUALE E NON FINANCIAL DISCLOSURE	4
Sviluppo Sostenibile e comunicazione socio-ambientale	4
Utilità della comunicazione non-financial	6
Enti internazionali per la diffusione delle pratiche di sostenibilità	10
1.2 LEGISLAZIONE NAZIONALE E INTERNAZIONALE IN MATERIA DI NON-FINANCIAL REPORTING	13
Segnalazioni non finanziarie in relazione a politiche obbligatorie o volontarie	13
Normativa in territorio europeo	18
Modalità di recepimento della Normativa Europea	23
1.3 INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL: LINEE GUIDA E PRINCIPALI INNOVAZIONI INTRODOTTE	31
Rilevanza dell'IIRC	31
Benefici e critiche dell'IR	36

CAPITOLO 2 - FATTORI ORGANIZZATIVI E DI CONTESTO COME DETERMINANTI DELL' INTEGRATED REPORTING

2.1 ELEMENTI ISTITUZIONALI NAZIONALI E RELATIVI EFFETTI SULL'IR	39
Differenze derivanti da modelli giuridici contrapposti: common law e civil law	39
Determinanti culturali	49
Sviluppo economico e sistema finanziario nazionale come determinanti dell'IR	53
2.2 INFLUENZA DEL CONTESTO AMBIENTALE ORGANIZZATIVO NELL'IR	56
Il ruolo del CdA nella diffusione dell'IR	56
Munificent environment ed elementi settoriali	63
2.3. ELEMENTI DI COMPLESSITÀ ED EFFETTI SULLA QUALITÀ DEL REPORT	68
Grado di complessità dei report annuali in relazione a performance sociale e finanziaria	68
Complessità nel report integrato	70

CAPITOLO 3 - REMUNERATION E OBIETTIVI DI SOSTENIBILITÀ

3.1 PERFORMANCE AZIENDALI ED EXECUTIVE COMPENSATION	78
Struttura della remunerazione dei manager oggi: andamento e critiche	78
Legame tra remunerazione, performance finanziaria e performance socio-ambientale	80
Determinanti nazionali del legame executive pay - performance	92
3.2 REMUNERAZIONE E OBIETTIVI DI SOSTENIBILITÀ	96
Aziende “sostenibili” e piani di remunerazione: l’integrazione esiste?	96
Strumenti di integrazione	102
Linee guida UN Global Compact per l’integrazione di obiettivi ESG	104

CAPITOLO 4 - IR E SUSTAINABLE TARGET: ANALISI

4.1 OBIETTIVI DELL’ANALISI	112
Definizione delle ipotesi	112
Modelli di riferimento accademici	115
4.2 METODOLOGIA DI ANALISI	120
Identificazione del campione	120
Descrizione del modello di analisi	122
4.3 ANALISI DEI RISULTATI	126
Analisi caratteristiche societarie e report	126
Analisi componenti del CdA	129
Analisi elementi di sostenibilità della remunerazione	134

Conclusioni

Bibliografia	144
Sitografia	150

Abstract

L'argomento trattato nel seguente elaborato analizza la definizione e le potenzialità del report integrato come strumento per mostrare ai propri stakeholder le prospettive di creazione di valore di lungo termine dell'azienda. L'obiettivo è quello di riuscire a dimostrare come elementi di contesto ambientali e organizzativi siano in grado di inficiare e influenzare l'efficacia di questo documento. Ci si focalizzerà sull'importanza sempre crescente del concetto di sostenibilità e si cercherà, pertanto, di capire le modalità e le conseguenze derivanti dal legare remunerazione dei manager e obiettivi di sostenibilità.

Nello specifico, nel primo capitolo, viene condotto un breve excursus sul contesto attuale, facendo riferimento a concetti chiave come ad esempio la definizione di sviluppo sostenibile e il rapporto Bruntland. Si procederà con una definizione di Non Financial Disclosure e di ciò che la caratterizza e si approfondirà la legislazione nata al fine di incentivare questo strumento. In seguito, si va a considerare l'International Integrated Reporting Council come ente globale nato al fine di identificare dei principi guida e individuare un framework specifico per rendere più diffuso, fruibile e utile il report integrato.

Nel secondo capitolo, si procede con un approfondimento del report integrato attraverso un'analisi dal punto di vista dei fattori organizzativi e di contesto che lo influenzano. Analizzando la ricerca accademica sostenuta su tale argomento, si è proceduto riportando le principali constatazioni riscontrate in merito a come elementi legati all'ambiente legislativo, economico e organizzativo influenzino il modo di fare reporting da parte dei manager e le informazioni che quest'ultimi decidono di inglobarvi.

Nel primo elemento analizzato si va a considerare l'effetto sulle informazioni riportate nella Non Financial disclosure di un orientamento aziendale improntato maggiormente sulla stakeholder theory o sulla shareholder theory. In seguito, si

riportano le principali evidenze riscontrate sul report integrato di un modello giuridico di tipo "common law" o "civil law".

Con riferimento all'ambiente come elemento determinante delle informazioni contenute nei report si procede ad analizzare quanto rilevato in merito agli ambienti "munificent" e alla trasparenza riportata dai manager nelle relazioni.

In seguito, si considerano dei contributi presenti in letteratura per verificare la variazione del grado di complessità dei report in relazione a performance sociale e finanziaria ma anche a elementi quali: la dimensione dell'impresa, il ROE, il tasso di crescita, l'età dell'impresa e il livello di indebitamento.

Nel terzo capitolo, dopo una panoramica della composizione e dell'andamento della remunerazione dei manager, si cercherà di capire non solo come questa influenzi la performance sostenibile dell'azienda ma anche come e perché ha rilevanza legare remunerazione e obiettivi di sostenibilità.

Facendo riferimento a ricerche accademiche recenti, si va a riportare i principali riscontri ottenuti analizzando il legame tra performance finanziaria, sociale e "executive compensation".

Infine, dopo aver compreso che i problemi legati alla teoria dell'agenzia possono essere arginati attraverso un link tra performance e remuneration, si procede a capire come collegare effettivamente i due elementi e qual è la situazione attuale. In particolare, si analizza un contributo fornito in letteratura che consente di evidenziare come indicatori interni o fattori di benchmark esterni possano fungere da collegamento. Nell'ultimo capitolo, inoltre, si procede all'analisi di un campione di aziende considerate top sustainable per verificare se effettivamente queste imprese orientate al perseguimento di obiettivi sostenibili leghino quest'ultimi alla remunerazione del proprio esecutivo.

CAPITOLO 1 - NON FINANCIAL DISCLOSURE: LINEE GUIDA E CONTESTO DI RIFERIMENTO

1.1 CONTESTO ATTUALE E NON FINANCIAL DISCLOSURE

Sviluppo Sostenibile e comunicazione socio-ambientale

La *United Nations World Commission on Environment and Development* ha definito il concetto di *Sviluppo Sostenibile* come “la capacità per le generazioni attuali di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità per le generazioni future di soddisfare i loro” (WCED, 1987). Il rapporto Brundtland del 1987, altrimenti conosciuto con il nome di “*Our Common Future*”, nasce con l’intento da parte delle Nazioni Unite di creare un’agenda globale per il cambiamento, ossia dei provvedimenti urgenti tali da consentire un’inversione di tendenza focalizzata sulla creazione di strategie ambientali a lungo termine per raggiungere lo sviluppo sostenibile. In quegli anni, le preoccupazioni per l’ambiente, infatti, iniziavano via via ad intensificarsi e si necessitava un quadro di definizione delle responsabilità e conseguenze derivanti dall’agire umano, d’altro canto, se si considerano le interrelazioni tra persone, ambiente e sviluppo, appare chiaro come queste connessioni non consentano di escludere gli effetti di un elemento sugli altri.

Percorrendo un breve excursus storico, osserviamo che a partire dagli anni '60, ci fu un manifestato senso di ottimismo, dovuto in parte al desiderio di ripartire dopo la Seconda Guerra Mondiale e in parte alla crescita di idee internazionali progressive. Paradossalmente, gli anni '70 si caratterizzano per stati d'animo di reazione e isolamento, oltre che per una nuova ondata di industrializzazione. In seguito, il contesto in cui si sviluppa il Rapporto Brundtland si differenzia per una serie di preoccupazioni sociali derivanti da scoperte scientifiche che portano all’attenzione urgente verso problemi complessi legati con la nostra stessa sopravvivenza: un globo “caldo”, minacce allo strato di ozono della Terra, deserti che vanno consumando terreni agricoli e disastri ambientali ad opera dell’uomo come ad

esempio il disastro nucleare di Chernobyl o della fabbrica di Bhopal in India (WCED, 1987).

Come afferma Strassoldo (1993, in Mio, 2005 p.178), il deterioramento ambientale “assume carattere di autonoma e rilevante questione sociale, di cui anche le forze politiche devono farsi assolutamente carico”. Più recentemente nel 2015, sulla scia del rapporto *Our Common Future*, 193 Stati membri delle Nazioni Unite hanno adottato un piano per il raggiungimento di 17 obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs), il quale stabilisce un percorso per i prossimi 15 anni al fine di eliminare la povertà estrema, combattere la disuguaglianza e l'ingiustizia, e proteggere il nostro pianeta (www.unglobalcompact.org). Il programma prende il nome di “Agenda 2030” ed è frutto di un processo inclusivo con i governi e le imprese.

La sostenibilità diventa oggi un elemento imprescindibile per le imprese, i governi, ma anche per i singoli individui: le organizzazioni adottano, con diversi gradi di intensità, approcci sostenibili all'interno delle loro attività di business, non solo per la pressione dei propri stakeholder, sempre più attenti e responsabili, ma anche perché la sostenibilità consente un maggiore focus sull'allineamento tra pratiche organizzative, obiettivi, missione e creazione di valore (McKinsey, 2017).

La considerazione congiunta delle tre dimensioni che caratterizzano la sostenibilità, (dimensione economica, ambiente e società) è diventata un importante fattore di influenza delle aspettative dei clienti e dei dipendenti, infatti, le organizzazioni dimostrano un crescente impegno in programmi di business basati su tutte le variabili. Come dimostra un sondaggio globale del 2017 condotto da McKinsey, sono diversi i benefici derivanti da questa inclusione congiunta delle variabili nella strategia. Dalla Fig.1, possiamo notare i diversi temi che spingono le imprese a un orientamento verso la sostenibilità, inoltre, emerge come quest'ultima nell'anno oggetto di analisi (2017), abbia cresciuto in maniera evidente in termini d'importanza come mezzo per attrarre, motivare e trattenere i dipendenti (21%).

Dopo aver evidenziato i trend di sviluppo e l'attenzione dedicata al tema sostenibilità, ci si chiede quali sono gli strumenti che permettono alle imprese di

umentare la propria focalizzazione su elementi di comunicazione di tipo non-financial. Inizialmente, soprattutto le aziende dell'Europa occidentale, hanno iniziato a comunicare attraverso "relazioni sociali", successivamente negli anni 90', l'attenzione si è spostata sul report ambientale, cambiamento dovuto soprattutto agli eventi ad opera dell'uomo descritti in precedenza (P. Habek e R. Wolniak, 2015). Dopo il 2000, le dimensioni socio-ambientali sono state unite nell'accezione più ampia del concetto di relazioni non finanziarie.

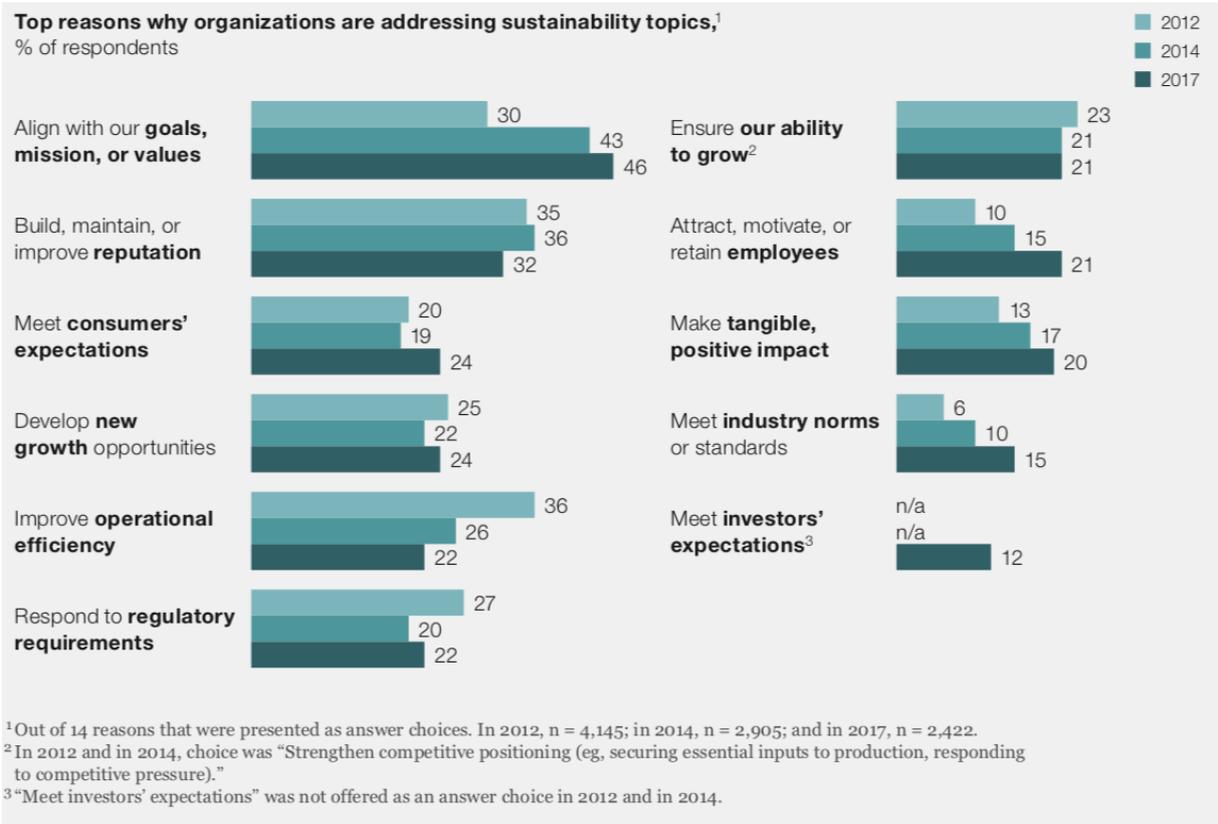


Fig. 1: Top reasons why organizations are addressing sustainability topics. McKinsey (2017). Sustainability's deepening imprint.

Utilità della comunicazione non-financial

Negli ultimi anni, si evidenzia una tendenza a livello globale secondo cui le organizzazioni hanno sviluppato la pratica di riportare maggiori informazioni su performance ambientale, sociale ed economica. Questo tendenza si può ricondurre all'introduzione di vincoli da parte della regolamentazione internazionale a disporre di un contenuto minimo di informazioni di carattere non finanziario e al desiderio da

parte delle imprese di ottenere un vantaggio di mercato difendibile nel tempo. Infatti, relativamente a quest'ultimo aspetto, possiamo affermare che la focalizzazione sulle tre variabili e l'assorbimento nella cultura aziendale del concetto di Sviluppo Sostenibile permettono un focus delle azioni strategiche sul lungo periodo e un'attenzione crescente su ciò che avviene fuori dai confini aziendali. Questo ampliamento di confini, consente alle imprese di considerare un'ampio spettro di bisogni che caratterizzano una vasta gamma di *stakeholders*.

Il cambiamento del comportamento aziendale innescato da un approccio di questo tipo beneficerebbe l'impresa anche dal lato economico favorendo un incremento di fiducia da parte dei propri investitori. Infatti, come dimostra una ricerca condotta su territorio mondiale da *Ernst & Young*, i fornitori di capitale finanziario e, in particolare gli investitori a lungo termine, utilizzano queste informazioni di carattere non finanziario per informare meglio il loro processo decisionale, giacché un approccio alla sostenibilità tende a ridurre anche la rischiosità percepita dell'azienda sul mercato (EY, 2014).

Dal sondaggio, tuttavia, è emerso che gli investitori sono alla ricerca di criteri per rendere comparabili i dati forniti dalle aziende, capire in maniera più diretta quali sono le questioni più rilevanti e tracciare collegamenti quantificabili tra le prestazioni non finanziarie e finanziarie (EY, 2014). La Fig. 2 va a dimostrazione di quanto affermato, evidenziando il fatto che nove su dieci investitori hanno ammesso che le informazioni sulle prestazioni non finanziarie hanno svolto un ruolo fondamentale almeno una volta nelle loro decisioni degli ultimi 12 mesi.

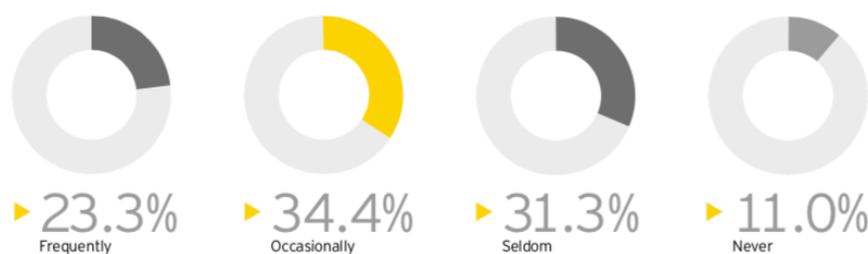


Fig. 2: In the last 12 months, how frequently has a company's non-financial performance played pivotal role in your investment decision-making? (Fonte: EY, 2014)

Proseguendo l'analisi del sondaggio, si evince come quest'ultimo riveli che per gli investitori la fonte più rilevante di informazioni sulla performance non finanziaria è la documentazione fornita dalla società stessa, formata da relazioni annuali o integrate, anziché quella fornita da terzi quali le società di rating. La documentazione aziendale, a detta degli investitori, risulta più idonea a fornire informazioni utili ad effettuare valutazioni sul rischio, ciononostante, emerge una richiesta da parte di questi soggetti di strumenti che permettano loro di essere rassicurati sul fatto che le informazioni ricevute siano rilevanti e affidabili.

Nel chiedersi quali fonti vengono classificate come maggiormente rilevanti per estrapolare informazioni di carattere non finanziario, la relazione annuale viene definita come la fonte più rilevante (essenziale per il 46,8%), seguita dal report integrato e dal sito web. La relazione integrata viene definita essenziale o almeno importante nel processo decisionale dal 61% degli intervistati: questo aspetto appare estremamente rilevante se consideriamo che al momento dell'indagine non era ancora stato rilasciato il framework per il report integrato da parte dell'IIRC. Il reporting integrato, infatti, risulta in grado di semplificare la raccolta di informazioni utili ai fini decisionali da parte degli investitori e riferisce quali sono le informazioni ritenute materiali per l'impresa, ma allo stesso tempo, fornisce anche ulteriori informazioni indicando dove l'investitore può trovare i dati grezzi o completi (contenuti in parte nel report integrato).

Nel chiedersi, invece, quali informazioni di carattere non finanziario desiderano trovare gli investitori all'interno dei report è stato individuato come questi valutino utile l'uso di indicatori chiave di prestazione (KPI) specifici del settore e di metriche sulle prestazioni future attese legate a rischi non finanziari.

In aggiunta, appare rilevante analizzare le motivazioni della parte di investitori che nell'indagine hanno dichiarato di non utilizzare in alcun modo informazioni di carattere non finanziario: oltre la metà di quest'ultimi hanno dichiarato che non considerano questa tipologia di informazioni a causa della mancanza di chiarezza sul livello di materialità e sull'impatto finanziario generato dalle variabili di sostenibilità.

Per far fronte a questa problematica emersa, diversi organismi internazionali, quali ad esempio la Global Reporting Initiative (ente no-profit la cui missione è fare della sostenibilità una pratica standard), hanno predisposto linee guida e documenti per la redazione della reportistica integrata allo scopo di definire il processo di selezione delle informazioni da dichiarare e la materialità di queste per l'azienda.

Dopo aver analizzato il punto di vista degli investitori per quanto concerne la disclosure di carattere non finanziario, appare doveroso analizzare anche quanto riguarda gli stakeholder in generale. Gli interessi degli stakeholder e le informazioni a loro riguardo, poiché parte integrante degli aspetti strategici di un'organizzazione orientata al lungo periodo, devono essere adeguatamente integrati nelle relazioni annuali, ma ciò non sempre avviene nelle aziende, le quali spesso non dimostrano un quadro ben definito degli impatti generati nei confronti dei diversi portatori di interessi. In un'indagine del 2018 *PWC*, basandosi su un campione basato sulle più grandi 350 società per capitalizzazione della Borsa di Londra, ha rilevato che l'integrazione di alcuni di questi elementi nel reporting è migliorata (*PWC*, 2018). L'importanza di creare una reportistica trasparente, chiara e consistente si evince dalla crescente importanza attribuita all'immagine aziendale, la quale deve riuscire a ispirare fiducia e affinché ciò avvenga è necessario che le imprese non mostrino solo "il lato buono", ma anche i contenuti negativi del proprio operato. In una prospettiva multistakeholder le imprese dovrebbero comunicare informazioni sul proprio modello di business e come questo impatta sui diversi soggetti in relazione con l'impresa: dall'indagine (*PWC*, 2018) emerge che l'83% delle imprese evidenzia gli stakeholder come parte integrante del proprio business model, ma solamente il 30% di queste hanno utilizzato questo modello come un'opportunità per dimostrare i risultati realizzati ed esaminare l'impatto generato sui loro portatori di interessi.

La revisione del FTSE 350 (*PWC*, 2018) ha mostrato delle aziende che riconoscono un legame tra stakeholder e l'attuazione della strategia, nonché l'impatto sui rischi e sui KPI, ma di queste solo il 3% delle relazioni sulla governance includeva una

spiegazione su come le parti interessate sono state prese in considerazione nelle decisioni chiave. Inoltre, dipendenti e clienti rimangono quelli più considerati, pertanto, il report integrato dovrebbe essere, quindi, uno strumento in grado di indurre le imprese a pensare ad una governance allargata che consideri molteplici stakeholder e che punti a considerare le tre variabili della sostenibilità. Riprendendo il concetto di *governance allargata*, questa viene definita da Mio (2005, p. 83) come "l'impegno da parte di chi governa l'impresa, di estendere l'osservanza dei doveri e delle relazioni fiduciarie in generale a tutti i gruppi di stakeholder", questo ampliamento di prospettiva implica l'investimento degli stakeholder come valutatori dell'operato aziendale e pertanto implica una relazione di comunicazione regolare tra l'impresa e questi soggetti affinché quest'ultimi siano dotati di tutte le informazioni necessarie per compiere valutazioni e prendere decisioni.

Mio (2005, p.159) afferma che "i tradizionali sistemi di controllo risultano incapaci di cogliere le ripercussioni che l'azione imprenditoriale produce tanto presso le comunità locali di residenza, quanto nei confronti degli ecosistemi coinvolti dalle attività produttive", infatti, la complessità degli attuali sistemi organizzativi non può essere esplicitata solo attraverso l'uso di indicatori economico-finanziari, ma deve ampliarsi anche ad elementi che catturino la responsabilità sociale e ambientale dell'impresa.

Enti internazionali per la diffusione delle pratiche di sostenibilità

Come risultato di diverse elaborazioni di modelli, sono nati diversi enti e ad oggi non vi è una convergenza universale verso un unico modello di rendicontazione proposto da un ente, nonostante in seguito al Framework dell'IIRC del 2013, ci sia una maggiore convergenza delle imprese europee verso questo modello.

La *Global Reporting Initiative* (GRI) ha iniziato una fase sperimentale di inquadramento del concetto di "reporting integrato" antecedentemente alla creazione dell'IIRC. Influenzando il panorama con i primi tentativi di framework ha condotto un'indagine pionieristica: partendo dall'analisi quantitativa e qualitativa dei

diversi modi in cui i report integrati stavano prendendo forma in tutto il mondo, è stato identificato un gruppo di 756 rapporti pubblicati tra il 2010 e il 2012. Da questi è emerso che le grandi aziende del settore privato hanno guidato la diffusione di questo strumento, i paesi leader risultano essere Sud Africa, Paesi Bassi, Brasile, Australia e Finlandia, inoltre, a livello globale, il settore finanziario si evidenzia come il più spinto in questa direzione di reporting, seguito dai settori energetico e minerario (GRI, 2013).

Per quanto riguarda l'analisi qualitativa dell'indagine, è stato sottoposto un questionario allo scopo di capire le motivazioni e le sfide colte dalle 52 aziende pioniere che hanno regolarmente pubblicato report "integrati" in tutti e tre gli anni 2010-12: tra i principali motivi è emerso che questa prassi di reportistica permette di annullare le inefficienze di avere due report separati e quindi, due processi indipendenti, inoltre, integrare la disclosure finanziaria con quella "non" permette di abbattere i silos aziendali e ispirare un pensiero più unificato. In aggiunta, le imprese analizzate hanno dichiarato che lo strumento è efficace nel fornire agli stakeholder la narrativa aziendale in merito alla creazione di valore e alla performance, ma soprattutto, la maggioranza definisce questo rapporto come risultato logico e naturale della sostenibilità già integrata nel core business (GRI, 2013).

A livello europeo nel 2004 nasce anche il *progetto The Prince's Accounting for Sustainability (A4S)*. Il progetto ha tre obiettivi principali: ispirare i leader finanziari ad adottare modelli di business sostenibili e resilienti, incentivare un processo decisionale integrato, riflettendo le opportunità e i rischi posti da questioni ambientali e sociali, e coinvolgere la comunità finanziaria e contabile globale ad agire in questa direzione. L'A4S punta al coinvolgimento dei sistemi finanziari e contabili, i quali sono alla base dell'economia e che spesso si focalizzano eccessivamente sui risultati a breve termine e non riflettono adeguatamente la dipendenza del successo economico dalla salute e dalla stabilità della società e dell'ambiente naturale. L'unione di finanza e sostenibilità deriva da una definizione congiunta di questi due ordini di obiettivi da parte delle organizzazioni e per

incentivare il raggiungimento di questo target il progetto conta su una rete di esperti finanziari di 190 Paesi che rappresentano i due terzi degli "accountants" mondiali.

Nato in seguito, l'International Integrated Reporting Council (IIRC) punta alla creazione di un quadro ben definito per favorire una fruizione migliore delle informazioni di carattere non finanziario da parte degli investitori. Infatti, come vedremo in seguito, nel tentativo di creare un concetto accettato a livello internazionale, alla fine del 2013 l'IIRC, organismo co-convocato dal GRI e dal Prince's A4S Project, lancia la prima versione di un framework che definisce cosa comprendere in un report integrato.

Si evidenzia anche un altro ente che cerca di colmare questo vuoto, il Sustainability Accounting Standard Board (SASB): un comitato internazionale che va a definire una serie di standards per comunicare con gli investitori in modo dettagliato sugli aspetti dell'ESG (Environmental, Social, Governance), questi possono essere utilizzati sia da soli, sia insieme ad altri framework di reporting (www.sasb.org). SASB ha prodotto la Mappa di Materialità SASB3, la quale pesa la priorità delle questioni di sostenibilità in 10 settori con l'obiettivo di assistere le decisioni sull'allocazione delle risorse e di aiutare le aziende a capire la loro esposizione a determinati tipi di rischio. Nello specifico, la *Materiality Map*, strumento utile a livello corporate per definire la rilevanza delle strategie di sostenibilità e le relative metriche per misurarne l'efficienza, organizza gli elementi di sostenibilità in cinque dimensioni: *ambiente* (impatti sull'uso di risorse a fini produttivi), *capitale sociale* (considera i rapporti con comunità, clienti, opinione pubblica e governo, e comprende questioni quali i diritti umani, diversità e inclusione, sviluppo economico locale), *capitale umano* (gestione delle risorse umane e ambiente di lavoro), *modello di business e innovazione* (analisi processo di creazione di valore), *leadership e governance* (analisi dei trend di mercato e delle problematiche di settore tra cui la gestione del rischio).

Questi elementi sono stati individuati analizzando le questioni ritenute più probabili per avere impatti materiali sulle aziende in differenti contesti, ciononostante, si

presentano con priorità diversa in base al settore di appartenenza definendo un proprio profilo di sostenibilità e differenziando le attività aziendali dell'agire sostenibile da un ambiente all'altro.

A fronte di quanto appena visto, l'integrazione delle informazioni finanziarie con quelle di carattere intangibile, diventa uno strumento prezioso per mostrare all'esterno una gestione più trasparente di rischi e opportunità in un orizzonte temporale più ampio. Analizzando un altro aspetto rilevante emerso dall'indagine di EY (2014), notiamo come gli investitori ritengono tra le maggiori motivazioni che spingono le società all'adozione di pratiche sostenibili sono la costruzione della reputazione aziendale e il rispetto delle normative, ciò si allinea con quanto gli investitori desiderano maggiormente vedere nei dati per valutare le loro decisioni di investimento, ossia l'impatto sul business della regolamentazione.

1.2 LEGISLAZIONE NAZIONALE E INTERNAZIONALE IN MATERIA DI NON-FINANCIAL REPORTING

Segnalazioni non finanziarie in relazione a politiche obbligatorie o volontarie

Una volta che l'impresa si sia dimostrata in grado di riconoscere le proprie responsabilità collaterali a quelle legate alla realizzazione del profitto, dovrà auspicabilmente fornire ai propri stakeholder adeguati strumenti di informativa esterni, di più ampio spettro rispetto al tradizionale bilancio di esercizio.

In assenza di una normativa che obblighi le imprese a redigere un report di tipo integrato e che definisca in maniera ineludibile le informazioni da includere nella sezione non finanziaria, i documenti che costituiscono la comunicazione ambientale e sociale presentano queste caratteristiche (Mio, 2005 p.156):

- *Volontari*: in assenza di obblighi normativi, la comunicazione fornita è del tutto a discrezione dell'azienda. Per acquisire maggior credibilità le aziende possono far riferimento a certificazioni ambientali e sociali;

- *A struttura libera*: la forma e il contenuto sono a discrezione dell'azienda e possono far riferimento a linee guida pubblicate da organismi internazionali;
- *Quantitativo monetari e/o quantitativo non-monetari*: le informazioni non finanziarie possono essere riportate in forma descrittiva o con dati in forma economico-finanziaria o fisico-tecnica. La quantificazione in termini monetari degli impatti sociali e ambientali, purché non obbligatoria, contribuisce ad incrementare il valore del report;
- *Certificabili*: i documenti conformi a specifici requisiti richiesti da enti competenti, possono essere certificati (ISO 14001, ISO 26000, EMAS, SA 8000).

Dopo aver identificato cosa caratterizza i report in assenza di un obbligo di legge, possiamo intendere come denominatore comune di questi documenti la bassa attendibilità attribuita agli elementi in essi contenuti, infatti, l'assenza di normative che fungano da garanzia di trasparenza e consistenza del contenuto dichiarato, è alquanto improbabile che di tali documenti ne sia fatto un uso massiccio e utile a fini decisionali. Una terza parte indipendente che imponga dei vincoli eviterebbe che i documenti possano essere soggetti a manipolazione ed a scarsa materialità.

Per illustrare la situazione antecedente al recepimento della Direttiva 2014/95/UE sulla disclosure non finanziaria (che vedremo in seguito) e capire quanto queste pratiche di reporting si differenziano tra gli Stati in termini quantitativi e qualitativi, prendiamo in considerazione una ricerca accademica condotta nel 2015 da P. Habek e R. Wolniak. Lo studio considera le relazioni sulla Corporate Social Responsibility, sia separate sia integrate nelle relazioni annuali, pubblicate nel 2012 in sei Stati membri dell'UE selezionati, in cui la dichiarazione su elementi socio-ambientali poteva presentare carattere volontario o legalmente obbligatorio.

Gli Stati del campione sono: Regno Unito, Paesi Bassi, Svezia, Francia, Danimarca, Polonia. La scelta ricade su questi Paesi in quanto hanno sviluppato requisiti obbligatori aggiuntivi per alcuni gruppi di imprese (ad eccezione della Polonia) e sono rappresentativi di due categorie di "economie" statali: economie di mercato più liberali e economie di mercato più coordinate. Infatti, da un ambiente

istituzionale nazionale deriva il fatto che i Paesi con orientamento più liberale hanno un coinvolgimento degli stakeholder poco istituzionalizzato, portando così le aziende operanti in questo contesto ad adottare volontariamente politiche e pratiche più esplicite relative alla responsabilità sociale. Contrariamente possiamo notare che pur essendo più libere nelle pratiche da adottare, quest'ultime imprese risultano più coinvolte nelle relazioni di tipo CSR. Dal lato opposto, i Paesi con mercati più coordinati risultano limitarsi a standard minimi di rendicontazione.

Come emerge dalla Tabella 1, il 97% delle relazioni sono state pubblicate da grandi aziende e il 68% del totale delle aziende dichiaranti erano società quotate. Spicca la Svezia come unico stato in cui la dichiarazione non finanziaria ha coinvolto anche piccole imprese e il 13% dei reporter sono aziende di proprietà statale (conseguenza dovuta al fatto che dal 2008 le entità svedesi di proprietà statale sono tenute a presentare un rapporto annuale sulla sostenibilità).

	Company size			Company type			
	Large (%)	Medium (%)	Small (%)	Listed (%)	Private (%)	State-owned (%)	Other (%)
Denmark	97	3	-	59	33	3	5
France	97	3	-	90	10	-	-
Poland	100	-	-	72	24	4	-
Sweden	89	8	3	75	10	13	2
United Kingdom	98	2	-	61	38	1	-
The Netherlands	100	-	-	73	23	4	-
Total sample	97	2	1	68	28	3	1

Tabella 1: Company size and type in the sample. Fonte: Habek, Wolniak (2015)

Come emerge dalla Tabella 2, si può notare che i report analizzati vengono presentati in forma differente ma principalmente la più diffusa (80%) è la documentazione separata dalla relazione annuale sulla gestione. I report integrati sono la modalità meno diffusa del campione, a dimostrazione che ancora non si era raggiunto un punto di svolta nell'integrazione di elementi finanziari e socio-ambientali. In aggiunta, la metà del campione dimostra la conformità alle linee

guida GRI, mentre purtroppo solo il 25% dei report dichiara un controllo da parte di un soggetto esterno sulla veridicità delle informazioni.

	Report type			Reports prepared in accordance with GRI Guidelines (%)	Reports with external verification (%)
	Separate (%)	Annual with CSR section (%)	Integrated (%)		
Denmark	82	13	5	54	33
France	94	5	1	39	27
Poland	88	8	4	80	16
Sweden	69	28	3	91	30
UK	73	26	1	34	21
Netherland	100	-	-	57	32
Total sample	80	19	1	49	25

Tabella 2: Characteristic of reports in the sample and in individual member state. Fonte: Habek, Wolniak (2015)

Il questionario di valutazione sottoposto alle imprese è mirato ad individuare la rilevanza e la credibilità delle informazioni, intesi come due elementi che ne determinano la qualità. Dai risultati si evince un livello qualitativo dei report generalmente basso ed emerge il fatto che tendenzialmente l'obbligo di legge nella divulgazione di queste informazioni sortisce un effetto positivo sulla qualità delle segnalazioni; nonostante per le imprese con approcci alla sostenibilità di tipo passivo o adattivo la regolamentazione delle pratiche di segnalazione non migliori il processo di comunicazione, poiché quest'ultime tenderanno a ridurre al minimo i costi di segnalazione per soddisfare solamente i requisiti normativi minimi.

Dai risultati emerge quanto segue: le relazioni dalla Francia risultano essere quelle di più alto livello insieme a quelle redatte nei Paesi Bassi, mentre il livello più basso in termini di conformità e rilevanza è raggiunto dal Regno Unito. In ultima analisi, il modello di Habek e Wolniak (2015), ci permette di comprendere che nei Paesi in cui le relazioni di sostenibilità sono pubblicate da un vasto numero di organizzazioni, il livello della loro qualità è molto più basso rispetto a Paesi in cui tale segnalazione è molto meno comune. Questa considerazione evidenzia che la regolamentazione può essere un'arma a doppio taglio: da un lato porta ad una maggiore diffusione della

disclosure non finanziaria, ma dall'altro lato potrebbe limitare le opportunità per le imprese di distinguersi sul mercato e spingerle a ridurre la qualità delle relazioni. Nello specifico, questo duplice effetto della legislazione implica che qualora sia un vasto pubblico d'impresa ad essere coinvolto nella segnalazione di elementi socio-ambientali, la validità delle informazioni comunicate tende a diminuire, poiché decade tale strumento come abile a esaltare la *natura elitaria* dell'impresa. Inoltre, comparando i dati a livello nazionale, emerge che i Paesi in cui la dichiarazione è principalmente volontaria, la qualità delle dichiarazioni è tendenzialmente più bassa, diversamente dai paesi in cui le relazioni sono preparate su base obbligatoria, ciò si presume dovuto principalmente al fatto che la legislazione possa quantomeno garantire che vengano rispettati degli standard minimi all'interno dello stesso Paese. Un caso interessante nello studio sono i report polacchi: pur essendo l'unico stato membro nel 2012 a non aver ancora predisposto con la legislazione nazionale vincoli sulla dichiarazione non finanziaria, la qualità delle relazioni realizzate nel Paese è superiore a quella britannica e danese. Ci si chiede quali siano le cause che determinano questa qualità superiore rispetto a Stati più avanzati per quanto riguarda le pratiche di sostenibilità. La risposta è legata al fatto che l'80% dei report provenienti dalla Polonia sono preparati secondo il quadro di rendicontazione sulla sostenibilità GRI: questo framework aiuta l'utente, ossia le imprese, a redarre un report rispettando dei principi validi a garantire dati rilevanti e consistenti, quindi di qualità. Quest'ultima considerazione, costituisce la base da cui partire per analizzare di seguito il valore del Framework fornito dall'International Integrate Reporting Council per la redazione della reportistica integrata.

L'azione congiunta di organismi internazionali competenti nella definizione di modelli di reporting efficienti nel mostrare i reali impatti dell'agire d'impresa e la predisposizione di una normativa consona a limitare comportamenti opportunistici dei "reporters", appare una soluzione adeguata e abile a fornire un quadro specifico delle informazioni necessarie agli stakeholder. Inoltre, i governi hanno un interesse diretto nel reporting di sostenibilità, il quale può aiutare i mercati a funzionare in

modo più efficiente e a contribuire nel guidare il progresso verso obiettivi di sviluppo sostenibile. Infatti, i governi non sono solo coinvolti nei report di sostenibilità come regolatori, ma svolgono un ruolo importante in relazione alla propria trasparenza organizzativa e sono invitati a dare l'esempio (GRI).

Normativa in territorio europeo

Dopo aver definito la necessità di una legislazione per la *disclosure* di carattere non finanziario, analizziamo ora il contesto europeo per quanto riguarda il quadro normativo esistente.

Alla fine del 2014, L'Unione Europea ha approvato la Direttiva UE 2014/95 sulla divulgazione di informazioni non finanziarie e informazioni sulla diversità, stabilendo nuovi standard minimi di reporting in materia ambientale e sociale; gli Stati membri europei in seguito all'emanazione disponevano di due anni per recepire la normativa comunitaria nella legislazione nazionale. La normativa si applica alle grandi entità di interesse pubblico, questa categoria comprende: società quotate, banche, compagnie assicurative e altre organizzazioni designate come enti di interesse pubblico dal governo, dove per "grandi" si intende organizzazioni con almeno 500 dipendenti (ulteriori limiti di grandezza allo scopo di allargare il gruppo di imprese coinvolte possono essere definiti dai governi nazionali, i quali dovranno anche stabilire dei parametri di fatturato e di attivo patrimoniale).

Lo scopo della Direttiva è quello di aiutare investitori, consumatori, responsabili politici e altri stakeholder a valutare le prestazioni non finanziarie delle grandi aziende e incoraggiare queste a sviluppare un approccio responsabile.

Quella del 2014, risulta essere una modifica della precedente direttiva 2013/34/UE sui bilanci di esercizio e consolidati, e prevede la possibilità che queste informazioni introdotte come obbligatorie siano inserite nelle relazioni annuali. Inoltre, introduce l'obbligo di divulgare in materia di politiche di: *protezione ambientale, responsabilità sociale e trattamento dei dipendenti, corruzione attiva e passiva,*

rispetto dei diritti umani e diversità nei consigli di amministrazione dell'azienda (in termini di età, sesso, formazione e background professionale).

In aggiunta, ciò che è rilevante nella Direttiva del 22 ottobre 2014, è il fatto che si definisce per la categoria di imprese designata il contenuto minimo della dichiarazione: una breve descrizione del modello di business dell'impresa e delle politiche perseguite in relazione alle questioni citate in precedenza, l'esito di tali politiche, i principali rischi connessi a tali aspetti e il modo in cui l'impresa li gestisce, oltre a indicatori di prestazione chiave non finanziari pertinenti per la particolare impresa.

L'Unione Europea rimane flessibile nel rimandare alle imprese le modalità con cui divulgare le informazioni pertinenti, lasciando a discrezione delle aziende la scelta di utilizzare linee guida internazionali, europee o nazionali per produrre le loro dichiarazioni. Ciononostante, la Commissione Europea ha redatto delle proprie linee guida sulla segnalazione non finanziaria per aiutare le imprese nella divulgazione. La Direttiva precisa che "nella preparazione di detti orientamenti non vincolanti, è opportuno che la Commissione tenga conto delle migliori prassi esistenti, degli sviluppi internazionali e dei risultati delle pertinenti iniziative dell'Unione" (OJ N. C 215, 5/7/2017, p.2). Quest'ultimo aspetto, evidenzia l'importanza di fare affidamento su standard nazionali, unionali e internazionali (tra questi troviamo l'EMAS, il Global Compact delle Nazioni Unite, il framework <IR> internazionale, la Global Reporting Initiative e altri standard internazionali riconosciuti) (European Commission, 2014).

I principi indicati dalla Comunicazione della Commissione sono:

1. *Comunicazione di informazioni rilevanti:* le informazioni permettono di comprendere l'andamento dell'impresa con riferimento ai componenti della catena del valore. La rilevanza deve essere valutata relativamente al contesto, quindi è necessario tenere conto delle circostanze di settore nel quale gli eventi si manifestano e dei relativi rischi;
2. *Informazioni corrette, equilibrate e comprensibili:* la dichiarazione non finanziaria dovrebbe equilibrare aspetti favorevoli e sfavorevoli, le informazioni dovrebbero

essere presentate in maniera imparziale avendo caratteristiche sia qualitative che quantitative. L'interezza delle informazioni attendibili deve rispondere alle esigenze di tutte le parti interessate, evitando di fuorviare con dichiarazioni errate o non rilevanti. È auspicabile l'utilizzo di un linguaggio semplice e sono accolte ulteriori spiegazioni anche di carattere interno all'azienda se utili ai fini di migliorare la comprensibilità;

3. *Informazioni complete ma concise*: le informazioni devono riguardare i temi definiti dalla Direttiva e devono essere in grado di rappresentare l'impresa evitando informazioni superficiali per i destinatari della comunicazione. La dichiarazione può includere rimandi ad altri documenti per limitare le ripetizioni;
4. *Informazioni strategiche e lungimiranti*: le informazioni devono riguardare il modello aziendale, la strategia e le implicazioni a breve, a medio e a lungo termine delle informazioni comunicate, ovviamente evitando la comunicazione di informazioni sensibili che se divulgate rischierebbero di ledere il vantaggio competitivo dell'azienda;
5. *Informazioni orientate alle parti interessate*: le informazioni dichiarate devono adempiere alle necessità di tutti i portatori di interessi, considerando gli stakeholder come un'entità collettiva, evitando di proporre informazioni ad hoc per ogni categoria;
6. *Informazioni coerenti e sistematiche*: le informazioni non finanziarie e finanziarie dovrebbero essere collegate e coerenti tra loro, anche nel tempo. La relazione sulla gestione dovrebbe essere considerata come collante tra performance finanziaria, sociale e ambientale.

Lo scopo della Comunicazione 215 del 5/7/2017 fornita dalla Commissione Europea, in relazione alla Direttiva del 2014, è proprio quello di aiutare le imprese interessate a comunicare le informazioni di carattere non finanziario in maniera rilevante, utile, coerente e comparabile, infatti, la rilevanza giuridica è di natura non vincolante, ma proposta solo a scopo orientativo, a differenza delle Direttive

comunitarie che invece sono atti legislativi che stabiliscono obiettivi ai quali tutti gli Stati membri devono conformarsi.

La Direttiva 2014/95 risulta essere il risultato di un processo di convergenza intrapreso dall'Unione Europea per standardizzare e successivamente armonizzare le pratiche contabili, dove per *standardizzazione* si intende l'adozione di un singolo insieme di principi contabili che tutte le imprese devono adottare in modo uniforme e per *armonizzazione* si intende la riduzione della variabilità delle norme contabili tra Paesi diversi, aumentando di conseguenza la comparabilità (Amelio, 2017). Quindi, la fase di armonizzazione, attuata con lo strumento della Direttiva, non impone la totale adesione a regole uniformi, ma anzi, la libertà di scelta tra le diverse modalità di recepimento è lasciata al singolo Paese.

Inizialmente, nel processo di standardizzazione, venne utilizzato lo strumento del Regolamento, il quale ha natura di atto legislativo vincolante direttamente applicabile nella sua interezza in tutta l'UE, diversamente dalla Direttiva. In particolare, il Regolamento (CE) n. 1606/2002 richiede a tutte le società quotate, comprese banche e assicurazioni dell'Unione Europea, di preparare i loro conti in conformità con i principi contabili internazionali (IAS) o principi internazionali d'informativa finanziaria (IFRS), al fine di incentivare la trasparenza e la comparabilità dei conti aziendali. Con l'applicazione a certe categorie di imprese degli IAS/IFRS attraverso lo strumento del regolamento, conseguentemente, si va ad inserire questi standard come obbligo per gli Stati Membri creando maggiore omogeneità nella reportistica di tipo finanziario. Nel caso specifico della disclosure non finanziaria, con tale documento di matrice europea, si introduce per la prima volta la possibilità di includere nel bilancio d'esercizio informazioni di tipo ambientale e sociale. Infatti, lo IAS 1, che da quel momento assume carattere vincolante per alcune categorie di imprese, afferma che molte entità potrebbero presentare, al di fuori delle dichiarazioni finanziarie, relazioni sociali e dichiarazioni ambientali (Amelio, 2017), "specialmente in settori ove i fattori ambientali sono significativi e quando i dipendenti sono considerati un importante gruppo di utilizzatori" (IAS 1, par 14). Il

problema sorge nel fatto che i rendiconti e i documenti presentati al di fuori del bilancio d'esercizio non rientrano nell'ambito degli IFRS, conseguentemente, ciò non soddisfa una regolamentazione standardizzata che consentirebbe di raggiungere una comparabilità internazionale delle dichiarazioni socio-ambientali (Amelio, 2017). Concludendo, con il solo strumento del regolamento, la connessione con la responsabilità d'impresa appariva debole, quindi, per aumentare la sensibilità sociale europea, è stato necessario prendere in considerazione un altro atto normativo: *la direttiva 2014/95/UE*.

Nonostante la maggiore efficacia della Direttiva nell'incentivare la disclosure su temi ambientali e sociali, possiamo notare che questa è diretta ad un gruppo di soggetti diverso da quelli delineati dal regolamento n. 1606/2002. Infatti, i destinatari della direttiva non coincidono esattamente con le società che adottano gli IAS/IFRS, per i quali l'unico obbligo relativo alla comunicazione sui temi di sostenibilità rimane quello definito dallo IAS 1 par. 14 (per questo motivo la preparazione del bilancio sociale non è ancora obbligatoria).

A fronte di questa situazione, il Parlamento Europeo nella Direttiva 2014/95/UE riconosce l'importanza delle dichiarazioni relative ad aspetti socio-ambientali e al fine di migliorare la coerenza e la comparabilità dei report all'interno dell'Unione, attribuisce alla Commissione Europea la responsabilità di individuare una proposta legislativa che definisca un contenuto minimo in termini di informazioni non finanziarie tenendo conto "della natura multidimensionale della responsabilità sociale delle imprese (RSI) e della diversità delle politiche in materia di RSI applicate dalle imprese". L'obiettivo preposto dal Parlamento Europeo, quindi, può essere raggiunto attraverso l'adozione dei principi contabili (IAS/IFRS) relative alle informazioni finanziarie, congiuntamente all'introduzione di un regolamento obbligatorio in materia di informazioni non finanziarie, al momento non ancora disponibile.

Modalità di recepimento della Normativa Europea

Analizzando le varie modalità in cui gli Stati Membri hanno recepito la Direttiva sulle dichiarazioni di carattere non finanziario, possiamo focalizzarci su alcuni esempi chiave, ossia come le principali economie europee si sono comportate in relazione alla rendicontazione non finanziaria.

Inizialmente, è stato analizzato un progetto svolto da Frank Bold, una società legale orientata a promuovere la salute e la sostenibilità a lungo termine delle società quotate in borsa, il quale ha sviluppato in collaborazione con accademici e professionisti un'analisi delle principali tendenze identificate nei quattro Paesi selezionati nell'attuazione della direttiva e l'identificazione di differenze e difficoltà fondamentali nel modo di recepimento (Frank Bold, 2017). L'analisi condotta da Frank Bold riguarda Germania, Francia, Italia e Regno Unito. Lo stesso campione è stato considerato anche nel documento di consultazione della CONSOB per quanto riguarda le disposizioni attuative del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254.

In generale, emerge il fatto che gli Stati membri hanno recepito la direttiva in maniera pressoché poco "migliorativa", nel senso che nelle parti in cui questa non evidenziava particolare chiarezza, soprattutto relativamente al significato di materialità e di segnalazione del modello di business, le entità nazionali si sono limitate a riportare il testo della direttiva stessa.

Scopo

Relativamente allo scopo della normativa, possiamo notare che nessuna delle giurisdizioni considerate ha deciso di estendere il campo di applicazione della direttiva, ad eccezione della Francia, la quale ha ampliato il gruppo di imprese coinvolte nell'obbligo di report non finanziario inglobando anche alcune società non quotate in base a determinate soglie finanziarie. Ciononostante non ha considerato anche di ridurre il numero di dipendenti come soglia, diversamente da Danimarca e Svezia che stanno cercando di ampliare i confini anche alle imprese da 250 dipendenti o più. Tuttavia questa mancanza di estensione del gruppo di imprese

coinvolte, implica che la stragrande maggioranza delle società non è obbligata a rispettare gli obblighi di segnalazione non finanziari introdotti dalla direttiva, come accade nel Regno Unito, in cui il 99,9% di tutte le imprese sono di piccole e medie dimensioni. In particolare, la Francia, progressista in materia di sostenibilità, ha avuto una forte diminuzione delle imprese obbligate alla rendicontazione non finanziaria, in quanto la Direttiva risulta avere vincoli inferiori rispetto a quelli già presenti nel Paese. (prima del recepimento erano obbligate a tale rendicontazione tutte le società quotate in borsa, ora l'obbligo vige solamente per quelle con più di 500 dipendenti). Infatti, la legge francese n. 2010-788 sull'impegno nazionale per l'ambiente, può essere considerata come un tentativo pioniero per introdurre poi a livello europeo ulteriori spinte per incentivare maggiore trasparenza e attenzione all'ambiente (Le Grenelle de l'environnement, 2007). Tuttavia, le legislazioni nazionali potrebbero aver volontariamente optato per evitare un allargamento delle imprese coinvolte al fine di ridurre l'onere normativo per le piccole e medie imprese.

Formato

Per quanto riguarda invece il formato di divulgazione delle informazioni, delle quattro giurisdizioni considerate nel lavoro di Frank Bold, solo il Regno Unito e la Francia hanno oltrepassato i requisiti della Direttiva e hanno richiesto che la dichiarazione non finanziaria sia inclusa nella relazione annuale di gestione (piuttosto che lasciare libera scelta tra includerla o redigere separatamente il rapporto). Quest'obbligo eleva ad un grado superiore l'integrazione delle relazioni finanziarie e non finanziarie, come evidenziato in precedenza, in questo modo si andrà in contro anche alle esigenze espresse dagli investitori, i quali appunto risentivano della necessità di maggior connessione tra intangible e disclosure finanziaria.

Al contrario, la Germania sembra compiere un passo indietro indicando che se l'informativa non finanziaria non è inclusa nella relazione annuale di gestione, può essere pubblicata sul sito web della società nei quattro mesi successivi. Questo ritardo comporterà inevitabilmente la perdita di attenzione di un certo numero di

investitori, i quali si focalizzeranno in prima battuta sulla relazione annuale della gestione, pertanto le informazioni non finanziarie non avranno la stessa rilevanza in sede di revisione della performance finanziaria da parte degli azionisti.

Fattori ESG su cui fare rapporto

I fattori ESG su cui rendicontare descritti dalla Direttiva (ambiente, società e dipendenti, rispetto dei diritti umani e questioni anti-corrruzione) vengono recepiti con piccole modifiche. Ad esempio, il Regno Unito e la Germania separano gli aspetti sociali da quelli relativi ai dipendenti, azione presumibilmente dovuta al fatto di voler focalizzare maggiormente l'attenzione su ognuno dei distinti aspetti. In aggiunta, l'Italia nel recepire la direttiva con il D.Lgs. 30 dicembre 2016 n. 254, si differenzia indicando espressamente le informazioni richieste in relazione a ciascun fattore, come ad esempio l'utilizzo delle risorse energetiche (con distinzione tra le rinnovabili e non), le emissioni inquinanti e di gas a effetto serra, l'impatto attuale e prevedibile sull'ambiente e sulla salute, ecc..

In questo modo, l'Italia si avvicina alla definizione di KPI specifici in base ai quali ogni fattore ESG può essere valutato, ciononostante, non giunge ad una chiara definizione di questi indicatori, ma si limita ad affermare che le imprese dovrebbero utilizzare gli "indicatori di prestazione previsti dallo standard di rendicontazione adottato" e solamente qualora questi "non siano del tutto adeguati o sufficienti a rappresentare con coerenza l'attività svolta e gli impatti da essa prodotti" dovrebbe far riferimento ad altri indicatori più adatti. Inoltre, il decreto legislativo prosegue facendo esplicito riferimento alle linee guida della Commissione Europea, come *range* di indicatori da considerare ove opportuno.

Similmente, la giurisdizione francese con un approccio espansivo va a definire nel dettaglio quali sono gli elementi da considerare per ogni tematica: le conseguenze delle attività dell'azienda sull'ambiente, l'impatto dei suoi servizi e prodotti sui cambiamenti climatici, l'impegno per lo sviluppo sostenibile, l'economia circolare e la prevenzione degli sprechi alimentari, i contratti collettivi raggiunti e il loro impatto

sull'andamento economico dell'azienda e sulle condizioni di lavoro dei suoi dipendenti, misure adottate per combattere la discriminazione e promuovere la diversità, oltre alla divulgazione degli effetti delle loro attività nella protezione dei diritti umani e nella lotta alla corruzione. Quindi, in linea con la Direttiva, il codice commerciale francese impone alle imprese un livello di dettaglio notevole e in aggiunta fornisce 42 tra aspetti specifici e indicatori che devono essere segnalati. Nessuno degli altri Stati intervistati ha definito specifici KPI, pertanto una moltitudine d'indicatori rischiano di essere utilizzati tra le aziende, rendendo molto difficile la comparabilità. L'approccio di Francia e Italia risulta pertanto ammirevole, in quanto la legislazione nazionale decide di andare oltre i limiti imposti da quella comunitaria. Diversamente, Germania e Regno Unito si limitano a rispettare i requisiti minimi, elemento che fa presumere un approccio ancora conservatore su questi temi.

Materialità

In tutte le giurisdizioni considerate dall'indagine, la definizione di un chiaro iter per identificare la materialità alle informazioni rimane ancora carente. Come abbiamo detto nel presentare la Direttiva, questa prescrive la materialità come quell'elemento che permette di considerare tutte le informazioni necessarie a far comprendere lo sviluppo, le prestazioni e il posizionamento dell'impresa, oltre che l'impatto della sua attività. Tuttavia, non appare chiaro cosa si intenda per "misura necessaria", quindi, gli Stati membri avrebbero dovuto definire questo concetto, optando per riferimenti più specifici.

Per quanto riguarda l'informativa finanziaria a livello unionale troviamo la direttiva contabile 2013/34, la quale stabilisce che la "misura necessaria" riguarda tutte le informazioni la cui "omissione o errata presentazione possa ragionevolmente influenzare le decisioni prese dagli utenti"; attribuendo importanza simile alle informazioni di carattere socio-ambientale, possiamo ragionevolmente ritenere possibile attribuirvi pari materialità. Tuttavia, riferendosi al concetto di "utenti" la

direttiva contabile non elargisce in maniera chiara cosa si intenda con tale termine. A riguardo, il Regno Unito, per la rendicontazione finanziaria (e non) sostituisce questo elemento con il termine "azionista", in quanto riflette i destinatari del rapporto societario. Nonostante la Borsa di Londra abbia approvato tale concetto di materialità anche per i fattori ESG, questo approccio non può ritenersi valido anche per gli utenti della disclosure non finanziaria, in quanto questi non si limitano agli azionisti ma anzi riguardano un gruppo più ampio di soggetti. Appare più sensato, vista la portata di soggetti interessati alle informazioni relative ad ambiente, società e corruzione, che i destinatari siano tutti i soggetti portatori di interessi rilevanti verso l'impresa dichiarante, si auspica pertanto che l'introduzione di questo aspetto in successivi regolamenti comunitari avvenga al fine di valorizzare il concetto di materialità. Senza una base legislativa forte che garantisca la dichiarazione di aspetti rilevanti, il rispetto formale del processo perde importanza in quanto incapace di impedire alle imprese di comunicare informazioni sostanzialmente poco rilevanti.

Segnalazione modello di business

Analizzando un ulteriore aspetto della Direttiva notiamo come questa definisce che il modello aziendale dovrebbe essere descritto in relazione a ciascun fattore ESG, ciononostante non indica se tale modello di business debba essere rilevante per ogni fattore o se debba essere semplicemente una descrizione finalizzata ad informare il lettore sull'approccio commerciale generale dell'azienda (Frank Bold, 2017). L'Italia, tuttavia, è riuscita a carpire le intenzioni proposte dalla normativa europea, andando a definire nella propria legislazione il fatto che il modello di business deve riferirsi espressamente ai fattori ESG che lo riguardano, pur stante questo, però non identifica il grado di dettaglio con cui riferire.

A fronte di questa mancanza di chiarezza sul tema, c'è il rischio che le aziende forniscano una descrizione del loro modello di business disconnessa dalle questioni sociali, ambientali e di governance, minando così l'efficacia del reporting integrato.

Rischi

Per quanto riguarda i rischi, la normativa europea richiede che siano riportati i principali rischi connessi agli aspetti su cui relazionare nella dichiarazione non finanziaria. Per "rischi" si possono intendere anche "ove opportuno e proporzionato" quelli relativi ai rapporti, prodotti e servizi commerciali dell'azienda che possono avere ripercussioni negative negli ambiti di rendicontazione.

L'interpretazione della Direttiva non appare univoca, ma anzi lascia spazio a varie interpretazioni, per inciso, non è chiaro cosa si intenda per "impatto" (o "ripercussione negativa"): potremmo ritenere plausibile che il termine sia riferito in generale a ogni qualsivoglia effetto rilevante prodotto sui fattori ESG dall'attività diretta o indiretta dell'impresa. Con riferimento a ciò, notiamo un intervento della Commissione Europea che con "i Principi Fondamentali per la comunicazione di informazioni rilevanti" definisce il concetto di *impatto*, come quelle ripercussioni che "possono essere positive o negative", affermando poi che "le divulgazioni rilevanti dovrebbero trattare entrambe in maniera chiara ed equilibrata" (OJ N. C 215, 5/7/2017, p.5.). Inoltre, la Direttiva incita le imprese a definire una propria "scala di gravità", dove con ciò si intende la valutazione delle ripercussioni "sulla base della loro portata e incidenza", identificando tra i diversi aspetti quelli per i quali si ritiene più probabile la manifestazione dei rischi predetti. Con queste parole, la Direttiva va indirettamente a definire *il concetto di materialità per i rischi da dichiarare*. Tuttavia, nessuna delle competenze normative nazionali considerate ha colto l'opportunità per definire specificatamente quali impatti si debbano considerare e come individuarli.

Verifica

Per quanto riguarda la verifica delle informazioni di carattere non finanziario, l'approccio adottato varia tra gli Stati analizzati.

Per quanto riguarda l'Italia, il d.lgs. 30/12/2016, n. 54 afferma che "il soggetto incaricato della revisione legale verifica l'avvenuta predisposizione da parte degli

amministratori della dichiarazione di carattere non finanziario” e ne dichiara la conformità delle informazioni fornite rispetto a quanto richiesto dal decreto. In questo modo, si va a garantire sia un controllo interno attuato in sede di redazione della dichiarazione, sia esterno facendo riferimento agli stessi soggetti competenti in materia di verifica di conformità della documentazione finanziaria (in aggiunta viene richiesto che le informazioni nella dichiarazione non finanziaria siano coerenti con quelle finanziarie contenute nella relazione annuale sulla gestione).

Una procedura di verifica comparabilmente rigorosa sembra essere adottata anche nel Regno Unito, in cui la funzione di *audit* deve chiaramente valutare se ci sono false affermazioni nel rapporto, quindi, con questo risulta essere l'unico Paese che richiede espressamente che le informazioni siano sottoposte a verifica per errori significativi.

In Germania, la verifica consiste solamente nel confermare che la dichiarazione di informazioni non finanziarie sia stata presentata, non estende il controllo di conformità ai requisiti di legge. Diversamente la Francia, come mezzo di verifica impone solamente al revisore di fornire un "parere motivato" in merito ai rischi, alle politiche perseguite, agli esiti di tali politiche con riferimento ai KPI e ulteriori fattori specifici che dovrebbero essere segnalati. La giurisdizione francese limita tali controlli solo per le società al di sopra di determinate soglie finanziarie.

Garanzia di conformità

Partendo dal presupposto che le informazioni da dichiarare sono quelle idonee ad assicurare l'adeguata comprensione dell'agire d'impresa, le organizzazioni che non siano in linea con questa politica sono tenute ad articolare le ragioni per questa mancata diffusione di elementi utili. In questa accezione, tutti gli Stati considerati sembrano adeguarsi all'approccio "*comply or explain*", ossia qualora un'azienda decida di non comunicare determinati contenuti o politiche relative ai fattori ESG, è tenuta a motivare in modo chiaro ed esauriente la scelta effettuata.

Nel Regno Unito e in Germania, l'omissione di informazioni senza un'adeguata motivazione risulta essere reato e può arrivare fino a determinare la reclusione degli amministratori omettenti le informazioni. Diversamente, l'approccio italiano si limita a sanzioni pecuniarie per gli amministratori relativamente al mancato deposito presso il registro delle imprese della dichiarazione di carattere non finanziario, e analogamente, sanziona anche l'organo di controllo qualora le dichiarazioni risultino non conformi. Sulla stessa direzione la Francia si limita a dare la facoltà alle parti interessate di richiedere al giudice che le informazioni omesse vengano comunicate. Questi diversi approcci risultano essere lo specchio della mancanza di chiarezza a riguardo da parte della Direttiva, la quale affida agli Stati membri la responsabilità di individuare adeguati meccanismi per garantire la conformità.

In conclusione, alcuni Stati già disponevano di una normativa per la dichiarazione di elementi non finanziari, ma la situazione prima dell'intervento europeo era determinata da aziende che divulgavano solo una parte delle informazioni che ora sono richieste e magari in maniera poco utile ad investitori e stakeholder. La direttiva ha ampliato in modo significativo la portata della rendicontazione non finanziaria nel Regno Unito, in Italia e in Germania, mentre in Francia la portata della rendicontazione non finanziaria era già vasta. Sebbene in generale l'attuazione della direttiva sia stata un passo positivo, vi sono una serie di lacune nella Direttiva stessa, che non sono state adeguatamente trattate nella legislazione di attuazione. La normativa europea opera come *gamechanger* nel percorso verso l'integrazione dei report finanziari e non, ciononostante non sembra essere singolarmente sufficiente a garantire la trasparenza e un'adesione massiccia da parte delle imprese, infatti, sono coinvolte ancora meno del 10% delle maggiori aziende dell'UE (Commissione europea 2014). Come dimostrano le statistiche GRI (GRI, 2012), oggi le relazioni di carattere finanziario sono più diffuse, soprattutto in Europa, territorio che rappresenta il 47% dei report di sostenibilità pubblicati in tutto il mondo, tuttavia, queste relazioni presentano caratteristiche qualitative molto differenti tra loro, in

parte a causa della legislazione europea recepita in maniera differente tra gli Stati membri e in parte a causa dell'utilizzo di diversi modelli di reporting. Questa situazione rende difficile la comparabilità tra Stati e imprese, rendendo più arduo ad investitori, e stakeholder in generale, usufruire di tali dati.

1.3 INTERNATIONAL INTEGRATED REPORTING COUNCIL: LINEE GUIDA E PRINCIPALI INNOVAZIONI INTRODOTTE

Rilevanza dell'IIRC

Come abbiamo detto, nella nuova legislazione europea sono consentiti l'uso di quadri e standard riconosciuti a livello internazionale per preparare e comunicare le informazioni non finanziarie. Tra i più diffusi troviamo gli *standard GRI*, gli strumenti dell'*OCSE*, il *Global Compact delle Nazioni Unite*, ecc..

Di più recente creazione, troviamo il *Framework <IR>* fornito dall'*International Integrated Reporting Council*, quale elemento fondamentale di spicco che identifica in maniera pratica quali informazioni comunicare relativamente a strategia, posizione finanziaria e performance. Questo strumento verrà analizzato in seguito come elemento fondamentale per la considerazione congiunta di elementi finanziari e non, oltre che come mezzo che permette alle imprese di prendere in analisi i diversi effetti prodotti simultaneamente su diverse forme di capitale. Questo framework riesce a far fronte alle differenti, e talvolta simili, esigenze di stakeholder e investitori rendendo la strada verso il report integrato più semplice e veloce. L'approccio multistakeholder fornito da questo strumento aiuta le imprese a orientarsi maggiormente verso la creazione di valore su più dimensioni, senza incrementare il valore creato per un soggetto a discapito di un altro.

Come afferma Paul Druckman, amministratore delegato dell'IIRC, lo scenario odierno del *corporate reporting* è molto più complesso, infatti, gli utilizzatori dei report si trovano sommersi da un enorme quantità di informazioni che non forniscono un'immagine chiara dell'abilità dell'impresa nel creare valore nel lungo

termine (C. Adams, 2013). L'IIRC, una coalizione globale di regolatori, investitori, aziende, esperti normativi, professionisti contabili e ONG nata nel 2009, ha come obiettivo quello di modificare il sistema di reporting aziendale in modo che il reporting integrato diventi la norma globale (<http://integratedreporting.org>).

Nel 2013, viene redatta la prima edizione dell'*International IR Framework: Integrated Reporting* (IIRC, 2013), il quale definisce degli elementi di contenuto che devono essere trattati per riuscire ad identificare un quadro completo, coerente e idoneo ad esprimere il valore generato in relazione ai diversi tipi di capitale che in esso vengono identificati. Lo scopo di questa impostazione è implicitamente quello di indurre i fornitori di capitale a ridistribuire i propri investimenti verso imprese che operano in modo più sostenibile rispetto ad altre (Soyka, 2013).

In accordo con Soyka (2013), possiamo affermare che l'IIRC mira a correggere alcuni fallimenti di mercato, quali ad esempio la presenza di asimmetrie informative tra le parti interessate e l'impresa oppure la presenza di esternalità negative o positive di cui nessuno rispettivamente supporta i costi o paga per i benefici ricevuti. L'IIRC infatti, promuove un ampio utilizzo del Framework al fine di aumentare la trasparenza e far beneficiare entrambe le parti (destinatari e reporters); si innesca in questo modo un circolo virtuoso che porta le imprese a redarre una disclosure maggiormente adatta a veicolare messaggi utili ai propri investitori, i quali a loro volta con la considerazione del report integrato come strumento decisionale indurranno le imprese a farne miglior uso.

L'International IR Framework (2013) identifica tre **concetti fondamentali**: il processo di creazione di valore, i capitali, la creazione di valore per l'organizzazione e altri soggetti.

Per quanto riguarda il *processo di creazione di valore*, possiamo affermare che questo si realizzi sia oltre i confini spaziali dell'impresa, coinvolgendo pertanto anche l'ambiente esterno, sia oltre l'orizzonte di breve termine, poiché l'impresa deve riuscire a durare nel tempo generando valore anche nel lungo termine. Il focus su un orizzonte temporale ampio ha come scopo quello di disincentivare strategie che

enfaticamente i benefici di breve, soprattutto per quanto riguarda i benefici finanziari, a discapito di risultati ottenibili nel lungo termine, maggiormente propri degli aspetti socio-ambientali. In aggiunta, il processo che genera valore deve essere orientato a considerare una molteplicità di destinatari di questo valore, l'IR Framework afferma, infatti, che "la capacità di un'organizzazione di creare valore per sé è collegata alla capacità di creare valore per altre entità", da ciò, si evince l'intento del quadro di non porre i fornitori di capitale finanziario in una posizione di superiorità rispetto agli altri soggetti, o quantomeno allo stesso livello nella generazione di valore.

Per creare valore l'impresa necessita, oltre che di relazioni, anche di risorse le quali si presentano sotto forme differenti: finanziarie, produttive, intellettuali, umane, sociali e relazionali, e naturali. Gli insiemi di risorse con cui l'organizzazione interagisce prendono il nome di *capitali* e riflettono le aspettative di entità molto diverse con cui l'organizzazione interagisce. Ogni azione messa in atto per la creazione di valore impatta in maniera positiva o negativa sulle diverse categorie di capitali andando a ridurli o ad incrementarli, è pertanto molto difficile riuscire a generare impatti positivi in senso assoluto.

L'operato dell'impresa deve essere contestualizzato all'interno dell'ambiente e deve indicare i fattori che potenzialmente influenzano l'agire imprenditoriale. Relativamente al sistema di *governance*, quale fattore ESG fondamentale di un report, il quadro si esprime chiedendo all'impresa di indicare in che modo la struttura organizzativa supporta la sua capacità di creare valore a breve, medio e lungo termine. Come afferma Soyka (2013), sulla scia della crisi finanziaria del 2008, si presenta la necessità di garantire maggior trasparenza e il framework pertanto richiede alle organizzazioni di considerare la resilienza e la durabilità dei loro modelli di business e di come fattori importanti (come ad esempio il cambiamento climatico) possano influenzarli. Nel report per avere un quadro completo dell'azione dell'impresa, deve essere riportato esplicito riferimento anche alla *strategia* e a come vengono allocate le risorse per il suo raggiungimento, ciò permetterà *ex post* di valutare la performance dell'impresa e il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Il cuore dell'integrated reporting è formato dal concetto di "*Integrated Thinking*": il framework incentiva il *pensiero integrato*, ossia il fatto che più questa ideologia è incorporata e diffusa all'interno delle attività dell'organizzazione, più la connettività delle informazioni emerge naturalmente nel reporting gestionale, nell'analisi e nel processo decisionale (Adams 2013). Con la diffusione a tutti i livelli organizzativi di questa cultura dell'integrazione sarà possibile non solo realizzare un reale report di tipo integrato e migliorare i processi interni, ma anche agire strategicamente nel tempo verso tutte e tre le dimensioni (economica, sociale e ambientale). Pertanto, l'IR può essere visto come catalizzatore per migliorare le pratiche di gestione aziendale (Soyka 2013) ma anche relative alla cultura. Su quest'ultimo aspetto, infatti, se facciamo riferimento al concetto di "rottura dei silos" introdotto dal Framework, possiamo notare che per il pensiero integrato, il quale si basa sulla connettività e sulle interdipendenze tra i vari fattori, la presenza di silos (cioè quei vincoli gerarchici che limitano il fluire delle informazioni) sono da abbattere, generando un cambiamento oltre che organizzativo anche culturale.

Relativamente ai **Principi Guida**, si evidenzia il fatto che l'IIRC ha optato per un approccio basato su principi e non su assunti prescrittivi e dettagliati, in questo modo viene lasciata maggiore discrezionalità alle imprese nella scelta di come interpretare tali principi, infatti, non viene indicato in maniera specifica il contenuto, la lunghezza o il formato della comunicazione.

I principi guida indicati nel Framework (IIRC, 2013) sono i seguenti:

1. *Focus strategico e orientamento al futuro*: il report integrato deve indicare informazioni dettagliate sulla strategia dell'organizzazione, come questa influisce sulla capacità di creare valore nel tempo e come determina l'impatto sui capitali;
2. *Connettività delle informazioni*: la documentazione deve illustrare l'interrelazione e le dipendenze fra i fattori che permettono la creazione di valore, fornendo informazioni sia qualitative che quantitative e riferendo il legame esistente tra i diversi tipi di capitale ed i trade-off con cui ne viene determinato il loro utilizzo,

ma anche la connessione nel tempo delle attività in quanto utile a determinare la credibilità delle informazioni fornite per il periodo futuro;

3. *Relazioni con gli stakeholder*: essendo il documento indirizzato a diversi destinatari, il report deve contenere anche informazioni su come vengono gestite tali relazioni, sulla loro natura e sulla qualità del rapporto in termini di comprensione degli interessi legittimi espressi da questi;
4. *Materialità*: le informazioni contenute nel report integrato devono essere relative ad aspetti che influiscono in modo significativo sulla capacità dell'organizzazione di creare valore nel tempo. Per evitare che vengano escluse informazioni rilevanti, il Framework descrive un processo di identificazione che individua gli aspetti rilevanti in base alla potenzialità di influenza sul valore creato, ne valuta l'importanza e attribuisce una priorità;
5. *Sinteticità*: il documento deve essere conciso e non dilungarsi su elementi poco rilevanti, pertanto deve includere dati sufficienti a comprendere la strategia, la governance, le performance e le prospettive per il futuro;
6. *Attendibilità e completezza*: per essere tale un report integrato deve contenere tutte le informazioni necessarie relative agli aspetti materiali. Non deve quindi, riferire solamente su aspetti positivi per migliorare la propria immagine, ma anche su aspetti negativi al fine di far acquisire credibilità all'impresa;
7. *Coerenza e comparabilità*: le informazioni della relazione devono essere coerenti nel tempo e devono essere tali da consentire il confronto con altre organizzazioni (elemento fondamentale per gli investitori).

Il rispetto di questi principi è necessario per mandare un forte messaggio di credibilità alle parti interessate. I principi di "attendibilità e completezza" e di "coerenza e comparabilità" sono applicabili con relativa facilità nei rendiconti finanziari in cui tali approcci sono obbligatori e i risultati richiesti vengono verificati (Adams, 2013 p. 55), perciò la mancanza di imposizione normativa di questi principi per la rendicontazione di sostenibilità rende difficile l'applicazione a livello così diffuso come avviene invece per i documenti finanziari obbligatori.

Inoltre, l'IR con il concetto di materialità spinge le imprese a diffondere sia informazioni positive che negative sugli impatti generati, le quali se omesse renderebbero il report incompleto e quindi di scarsa utilità per le parti interessate tra cui gli investitori. L'obbligo di indicare perdite o posizioni finanziarie negative sottende già da tempo la disclosure di carattere finanziario ma per quanto riguarda gli effetti sugli altri tipi di capitali sembra essere stato da sempre un elemento discrezionale per le imprese, in questo senso l'IR costituisce una novità. La normativa europea e l'adozione del framework sembrano una buona combinazione per indurre a maggior chiarezza su tali impatti. Per quanto riguarda la comparabilità tanto acclamata dagli investitori, risulta ancora difficile in quanto non vige un obbligo né normativo né da parte del framework nel fare riferimento a specifici indicatori validi a livello internazionale o globale, nonostante gli standard GRI (G4) sembrino abbastanza diffusi.

Benefici e critiche dell'IR

L'IIRC con il Framework IR cerca di far fronte a molte lacune percepite da tempo da investitori, analisti, gruppi di interesse pubblico, ambientalisti e altri osservatori sul fronte degli standard e dei principi guida nella rendicontazione di elementi ambientali, sociali e di governance. Tuttavia, alcuni sostengono che anche il Framework stesso presenti delle lacune, si tratta di alcune critiche comuni (Adams, 2013 p. 28):

- Il report integrato rende il report di sostenibilità ridondante
- La rivelazione della strategia comporta dei rischi
- Preparare un report integrato significa "lavorare" di più

Come abbiamo visto queste critiche risultano essere dei pregiudizi che spiegheremo essere infondati.

Relativamente al primo aspetto contestato, possiamo affermare che non è possibile raccontare la propria storia di creazione del valore se non si ha prima identificato la materialità dei problemi di sostenibilità e l'identificazione dei benefici derivanti dagli

investimenti socio-ambientali. Per quanto riguarda invece la strategia, notiamo che questa critica appare del tutto infondata in quanto l'adozione del quadro IR comporta la riduzione dei rischi grazie alla divulgazione di più informazioni ai propri stakeholder e alla considerazione di possibili impatti di fattori rilevanti sulla creazione di valore. L'IR aiuta a considerare i rischi in maniera più ampia.

Per sfatare la terza accezione possiamo invece sostenere che ciò che è contenuto nel report integrato non è niente più di ciò che viene preparato da un business ben gestito, infatti, molte di queste informazioni sono già state comunicate specificatamente ai fornitori di capitale finanziario in rendiconti ad hoc per questi soggetti. L'elemento più astio nella preparazione del report integrato non è produrre le informazioni da inserirvi, quanto piuttosto riuscire a pensare in maniera integrata. L'IR Framework richiede che il report integrato sia una comunicazione separatamente identificabile, la motivazione è legata al fatto che la rendicontazione finanziaria è rivolta ai fornitori di capitale finanziario mentre il report di sostenibilità è rivolto ad una più ampia gamma di parti interessate, pertanto è necessaria la presenza di entrambi. Report finanziario e report di sostenibilità devono considerare i destinatari delle loro comunicazioni poiché la materialità delle informazioni per l'impresa non è la stessa di quella considerata dai propri stakeholder.

La rendicontazione integrata contribuirà a riportare il reporting di sostenibilità nel ciclo generale di corporate reporting, infatti il report di sostenibilità è stato una delle grandi innovazioni di rendicontazione degli ultimi vent'anni e contiene informazioni rilevanti sul valore, ma spesso è disconnesso dai dati finanziari (Adams 2013). In definitiva, il report integrato non risulta in conflitto con gli altri report aziendali, anzi la rendicontazione finanziaria e il report di sostenibilità sono essenziali per dimostrare responsabilità sociale e sana gestione.

Come definisce l'IIRC, "il reporting integrato offre alle aziende l'opportunità di presentare un quadro olistico e completo del business in modo chiaro, conciso, connesso e comparabile". Il Framework, se adottato dalle organizzazioni, sia private che pubbliche, permette di raggiungere il consenso implicito della società in cui

operano fondamentale per la durabilità dell'impresa nel tempo (Soyka, 2013). Questo consenso dipende da tre attributi: la *legittimità* ad operare determinata dal beneficio netto complessivo generato dalle attività dell'impresa, la *credibilità* determinata dalla dimostrazione della reale comprensione delle parti interessate e la *fiducia* intesa come il legame stabilito con gli stakeholder nel tempo. Seguire le linee guida IR permette di considerare tutti gli aspetti rilevanti, senza escludere elementi ritenuti materiali per le parti interessate con le quali l'organizzazione si interfaccia e dalle quali dipende il successo.

Come abbiamo detto, il rispetto del quadro pone delle sfide poiché la sua adozione significa anche modificare il proprio assetto organizzativo e il modo di pensare, si rompono delle barriere (silos) e ci si dirige verso una cultura aziendale più aperta.

I benefici derivanti da questo cambiamento comportano il miglioramento dei rapporti con gli stakeholder, una reputazione aziendale più solida e una crescita del valore del marchio dovuta soprattutto al miglioramento dell'immagine trasmessa ai propri clienti. In aggiunta, il focus su diversi capitali di risorse ne consente una migliore gestione, dando prova di reattività e resilienza da parte dell'impresa anche nell'identificazione e mitigazione dei rischi. Per facilitare il raggiungimento di questi benefici risulta fondamentale l'orientamento di lungo termine dell'organizzazione, ma anche arginare i comportamenti opportunistici dell'esecutivo puntando su una remunerazione legata non solo al raggiungimento di obiettivi finanziari ma anche di sostenibilità, come vedremo in seguito.

L'integrated reporting consentirà di prendere decisioni migliori e di ridurre il trade-off tra aspetti finanziari e non, creando così maggiore allineamento dei benefici sociali, ambientali e di business.

CAPITOLO 2 - FATTORI ORGANIZZATIVI E DI CONTESTO COME DETERMINANTI DELL' INTEGRATED REPORTING

2.1 ELEMENTI ISTITUZIONALI NAZIONALI E RELATIVI EFFETTI SULL'IR

Differenze derivanti da modelli giuridici contrapposti: *common law* e *civil law*

Dopo aver analizzato nel dettaglio le implicazioni derivanti dall'applicazione dell'integrated reporting e la relativa normativa di supporto, possiamo procedere ad analizzare l'effetto che diversi elementi hanno sulla dichiarazione di carattere non finanziario. Nello specifico si cercherà di determinare un quadro completo dell'effetto, da un lato dei fattori di contesto ambientali, dall'altro di fattori organizzativi sulla rendicontazione integrata; per far ciò verranno analizzati diversi studi accademici. La ricerca accademica sostenuta su tale argomento, tra le principali constatazioni, ha riscontrato come l'ambiente legislativo, economico e organizzativo influenzi il modo di fare reporting da parte dei manager e le informazioni che quest'ultimi decidono di inglobarvi.

Per quanto concerne il contesto ambientale nazionale, possiamo notare come questo possa esercitare una certa influenza sull'orientamento organizzativo dell'impresa, in particolare, quest'ultima potrebbe essere più orientata ad un'approccio incentrato sugli stakeholders o sugli shareholders. I differenti orientamenti e l'impostazione aziendale sulla stakeholder theory o sulla shareholder theory, possono essere determinati non solo da decisioni e strutture interne all'impresa, ma possono essere frutto dell'ambiente nazionale in cui l'impresa si trova ad agire.

Come affermato in precedenza, la dichiarazione non finanziaria viene incentivata da norme nazionali o sovranazionali, che ne determinano l'obbligatorietà o la volontarietà del report, pertanto possiamo affermare che già relativamente a questo primo aspetto si ha una determinate rilevante sull'operato delle imprese in ambito di sostenibilità. Ciononostante, l'obbligo legislativo singolarmente non è

sufficientemente incisivo nel determinare la qualità e la trasparenza della rendicontazione. Come abbiamo visto analizzando la direttiva europea 2014/95, gli Stati membri hanno recepito in maniera ampiamente diversificata la normativa, ciò può essere dovuto sia a leggi già presenti antecedentemente nelle giurisdizioni nazionali (come nel caso della Francia), oppure ad altri elementi che portano alcuni Stati ad essere maggiormente orientati a incentivare la disclosure non finanziaria o meno. Uno degli elementi che compone questa seconda categoria è costituito dal **modello giuridico** intrinseco allo Stato, di cui principalmente distinguiamo due tipologie contrapposte: “common law” o “civil law”.

Il modello di *civil law* che caratterizza l’ordinamento giuridico dell’Europa continentale (tra cui l’Italia), si basa sul diritto scritto e sul ruolo determinante della legge, pertanto è strutturato su principi fondanti codificati. In questo modello viene riconosciuto il ruolo preminente della legge nel guidare le decisioni della magistratura. La fonte primaria del diritto in questo caso è la legge scritta, la quale non analizza il fatto concreto ma definisce e regola ipotesi generali dalle quali dovranno poi essere estrapolate, attraverso l’interpretazione, le singole fattispecie particolari. Diversamente, il modello di *common law* pone le proprie radici sulle decisioni dei giudici, tale per cui il punto di partenza non è la legge ma il caso concreto. Le sentenze giudiziarie hanno natura vincolante per quanto riguarda casi futuri, quindi i magistrati sono vincolati in primis non dal rispetto della legge scritta ma dai precedenti giudiziari in materia.

Nell’interesse della sostenibilità, i sistemi legali influenzano la responsabilità aziendale nel tempo: le società che operano in Paesi con sistemi legali di *common law*, come gli Stati Uniti e il Regno Unito, tendono a rendere più esplicite le proprie politiche, questo aspetto li distingue dalle aziende che lavorano in Paesi all’interno di un *sistema di diritto civile* in cui le politiche rimangono maggiormente implicite e tendono a non essere pubblicizzate.

La letteratura analizzata nel presente elaborato, ha dimostrato che il modello giuridico nazionale incide in maniera significativa sulla comunicazione fornita dalle

imprese. In particolare, i modelli di *common law*, maggiormente diffusi nei Paesi di matrice anglosassone, dimostrano il radicamento di una cultura basata sugli azionisti, trasmettendo poi questa impronta anche alle imprese che popolano il tessuto nazionale, diversamente, le strutture legislative nazionali basate sulla cosiddetta *civil law* appaio più propense a considerare uno spettro di parti interessate più ampio, spingendo pertanto anche le imprese a focalizzarsi su orientamenti alla stakeholder theory. Queste differenze giuridiche e gli effetti sulla rendicontazione sono stati ampiamente considerati in uno studio di Mio e Venturelli (2012), il quale analizza un campione di 100 imprese quotate provenienti da due Stati simbolicamente rappresentativi di questi orientamenti legislativi differenti: Italia e Regno Unito. L'analisi di Mio e Venturelli (2012) è stata condotta nel periodo successivo al recepimento da parte degli Stati dell'Unione della direttiva 2003/51/CE, meglio conosciuta come "direttiva di modernizzazione dei conti", pertanto il contesto di sviluppo era antecedente alla diffusione del Framework IR e della Direttiva 2014/95/UE. Con la direttiva di modernizzazione, il legislatore europeo introduce un primo passo verso la possibilità per alcune imprese quotate di comunicare informazioni non finanziarie utili per gli stakeholder a comprendere meglio la posizione aziendale, ciononostante, introduce un obbligo solo su alcuni aspetti minimi, pertanto l'effetto generato è di portata ridotta; solamente con l'introduzione della Direttiva del 2014 si è riusciti ad ottenere un impatto sostanziale sulla comunicazione di informazioni di carattere sociale e ambientale.

Pur considerando queste limitazioni normative esistenti durante lo sviluppo del lavoro di Mio e Venturelli, possiamo notare che le evidenze ottenute sono rilevanti: dopo aver considerato il contributo di studi precedenti, i quali hanno dimostrato che in assenza di linee guida standard obbligatorie i report di sostenibilità mancano di omogeneità, si è compreso che l'introduzione dell'obbligo giuridico svolge un ruolo fondamentale in questa direzione ma con determinanti differenti in base alla tipologia di modello giuridico adottato dal Paese. L'analisi condotta si propone di analizzare il livello qualitativo delle informazioni non finanziarie, più in particolare,

dai risultati emerge che la qualità delle informazioni di sostenibilità obbligatorie è migliore nelle società appartenenti a Paesi che adottano il sistema di *common law*. Questo risultato può essere dovuto in parte al pronto recepimento della Direttiva da parte del Regno Unito già nel 2006, cosa che non si può dire dell'Italia, in cui il recepimento avviene solamente nel 2008, ma anche ad altri elementi di tipo istituzionale che influenzano la qualità della comunicazione fornita dalle imprese. Inoltre, per garantire un miglior confronto tra i report provenienti dai due paesi sono stati considerati differenti settori (materiali di base, beni di consumo, servizi al consumo, finanziari, assistenza sanitaria, industrie, petrolio, gas e telecomunicazioni), dai quali è stato rilevato anche il fatto che alcuni settori tendono a realizzare una comunicazione migliore sulle variabili di sostenibilità. In particolare, i settori definiti più a rischio per quanto riguarda l'impatto generato a livello ambientale, come ad esempio il settore petrolifero, risultano maggiormente sottoposti a pressioni da parte della pubblica opinione e pertanto sono maggiormente abituati e più propensi a realizzare comunicazioni ambientali migliori. Diversamente, per l'Italia il settore con performance scarse in termini di conformità e qualità delle dichiarazioni è stato quello dei beni di consumo, mentre nel Regno Unito quello finanziario. In Italia, l'attenzione del consumatore verso la responsabilità aziendale e ambientale è tardiva rispetto alla sensibilità dimostrata dai consumatori britannici, i quali hanno fatto sì che l'influenza esercitata dai loro acquisti portasse le imprese ad adottare presto una politica aziendale più consapevole. Per quanto riguarda la performance socio-ambientale e la relativa comunicazione del settore finanziario in UK, possiamo affermare che probabilmente la causa di questo scarso interesse verso temi socio-ambientali sia dovuta in larga parte al fatto che gli esperti finanziari si aspettano di vedere dichiarazioni di sostenibilità nelle imprese in cui intendono investire e non si considerano pertanto abbastanza coinvolti in questa pratica di divulgazione.

Nel campionamento delle imprese si può notare anche che una possibile distorsione dei risultati può essere provocata dalla disparità in termini di dimensioni, infatti le imprese britanniche tendono ad essere di dimensioni maggiori rispetto a quelle

italiane (in Italia circa il 74% delle aziende ha meno di 10.000 dipendenti e circa il 56% di queste ne ha meno di 5.000, diversamente dal Regno Unito, in cui circa il 74% ha meno di 100.000 dipendenti). Nonostante questa considerazione, i risultati non assumono meno rilevanza in quanto l'analisi di contesti istituzionali diversi è proprio lo scopo dello studio e pertanto anche le differenze in termini di dimensioni aziendali risultano rilevanti. Dall'analisi, non si nota una maggiore conformità tra le aziende con più dipendenti e quelle con meno dipendenti, tuttavia, per quelle conformi la qualità delle dichiarazioni risulta superiore in quelle di più ampie dimensioni in termini di personale, soprattutto per quanto riguarda gli aspetti ambientali e sociali, ciò può essere una conseguenza delle pressioni esercitate dall'ampliamento della popolazione di dipendenti e dal maggior impatto ambientale generato da questi.

Come riscontrato dai risultati finali, i report britannici sembrano presentare una qualità e conformità superiore rispetto a quelli italiani, possiamo notare però una dissonanza tra quanto affermato in precedenza relativamente alle teorie aziendali diffuse all'interno dei Paesi: se consideriamo i Paesi di matrice anglosassone notiamo che questi presentano un modello di *common law* e orientamenti aziendali più puntati alla soddisfazione del semplice azionista, ciononostante la comunicazione ambientale e sociale, di per sé nata per comunicare agli stakeholder gli impatti generati dall'impresa, appare più qualitativa in questi Paesi. A primo impatto, si poteva presumere di individuare dichiarazioni non finanziarie di qualità superiore in Paesi maggiormente stakeholder oriented come l'Italia, in quanto ambiente sottoposto a maggior controllo da parte dello Stato per quanto riguarda l'operato dell'impresa e gli impatti da questa generati su dipendenti e territorio. Possiamo invece dedurre dai risultati analizzati dallo studio di Mio e Venturelli (2012) che la mancata verifica di questo presumibile risultato italiano sia dovuto al fatto che le imprese che operano in tale Paese risultano allo stesso tempo più inclini a preservare la propria immagine e reputazione nei confronti delle proprie parti interessate e pertanto, per evitare di incorrere nel giudizio pubblico sul proprio

operato, saranno portate a rispettare solamente i requisiti minimi e a indicare più gli aspetti positivi che negativi, in maniera tale da ridurre al minimo il possibile rischio reputazionale. Diversamente, Paesi come il Regno Unito saranno più incentrati a mostrare il reale rischio ambientale e sociale sostenuto attraverso informazioni più dettagliate e di qualità, al fine di informare i propri investitori su ciò che sono i possibili risultati, infatti, ciò che emerge dai documenti esaminati è la prevalenza di un approccio altamente finanziario nella preparazione della relazione.

Per dare maggior valore a quanto appena considerato, sono stati analizzati anche altri apporti accademici sugli effetti di elementi istituzionali sulla non financial disclosure. In uno studio del 2011, Jensen e Berg hanno identificato i determinanti che possono spiegare perché le aziende scelgono l'IR rispetto alla tradizionale comunicazione di sostenibilità aziendale. La capacità di integrare le informazioni finanziarie con quelle non di carattere finanziario costituisce un passo avanti rispetto alla realizzazione di report di sostenibilità tradizionali distinti, in quanto dimostra una reale integrazione a livello strategico di aspetti ambientali e sociali. Da ciò possiamo dedurre che con l'IR si ottenga contestualmente all'integrazione anche una rinuncia al tradizionale orientamento all'azionista puro, poiché gli aspetti di CSER (Corporate Social and Environmental Responsibility) si fondono maggiormente con gli aspetti strettamente di interesse azionario.

Secondo la teoria istituzionale considerata nel lavoro di Jensen e Berg (2011), le organizzazioni sono integrate in un sistema completo di istituzioni politiche, finanziarie, educative, culturali ed economiche che esercitano una pressione istituzionale su di esse. Attraverso questa teoria è possibile individuare le potenziali condizioni in cui è probabile che si verifichi il report integrato. Come abbiamo detto per quanto riguarda il sistema politico e giuridico di nostro interesse, questo risulta avere un impatto forte sulle imprese che popolano il territorio sottoposto a tale orientamento istituzionale, pertanto, si può presumere che quest'ultime adottino le medesime caratteristiche del sistema politico. Se come abbiamo già ribadito, i Paesi

di *common law* sono debolmente influenzati dalle politiche giuridiche e prestano maggiore attenzione ai bisogni particolari degli azionisti, allora l'obiettivo principale delle aziende sarà massimizzare il profitto. L'informazione fornita sarà orientata di conseguenza all'azionista in qualità di destinatario di questa, pertanto presumiamo che sarà prettamente di carattere finanziario. Diversamente, i Paesi di diritto civile, nei quali è maggiormente presente l'intervento governativo nell'attività economica, hanno una visione delle aziende come parte attiva della società e, pertanto, responsabile della soddisfazione e del benessere di un gruppo di interlocutori più ampio rispetto al semplice azionista. Lo scopo di questi Paesi è quello di ridurre il grado di asimmetria informativa tra manager e stakeholder, aumentando così la trasparenza aziendale verso le parti interessate. Dopo aver affermato questo, Jensen e Berg (2011) hanno definito una prima ipotesi: *le società di un Paese di diritto civile hanno maggiori probabilità di pubblicare report integrati*.

Altro elemento a sostegno di questa ipotesi è che nei Paesi ad elevata protezione degli investitori, per soddisfare le esigenze di questi sarà più diffusa una comunicazione aziendale di tipo finanziario, anziché CSER. D'altra parte, in Paesi in cui i bisogni sociali sono molto considerati e sarà pertanto presente una legislazione sull'occupazione forte, sarà più apprezzata la segnalazione delle attività di CSER, ciò favorisce l'IR. Emerge pertanto una seconda e una terza ipotesi collegate alla precedente: le aziende di un Paese con una forte protezione degli investitori hanno minori probabilità di pubblicare report integrati e le aziende di un Paese con forti leggi sulla protezione del lavoro hanno maggiori probabilità di pubblicare report integrati. Quanto appena affermato appare in contrasto con i risultati ottenuti dal lavoro di Mio e Venturelli, ma non è necessariamente così, infatti le ipotesi di Jensen e Berg (2011) non sono verificate e anzi i risultati dimostrano evidenze contrarie alle supposizioni formulate. Relativamente alla prima ipotesi, i test condotti dimostrano che non c'è correlazione per quanto riguarda la probabilità di pubblicare più report integrati in base al sistema giuridico del Paese di provenienza. In merito alla seconda ipotesi, per la quale ci si aspettava meno report IR nei Paesi con una

protezione legislativa degli investitori forte, i risultati di Jensen e Berg (2011) rivelano che esistono differenze significative tra IR e comunicazione di sostenibilità tradizionale, tuttavia, la direzione è contraria all'ipotesi formulata: si dimostra che l'IR è significativamente più probabile che venga pubblicato in Paesi con leggi più severe sulla protezione degli investitori. Analogamente, con la terza ipotesi che proponeva una maggiore probabilità di pubblicare report integrati per le società presenti in Paesi con una maggiore protezione dell'occupazione, i dati rivelano che esistono differenze significative in direzione contraria alle aspettative, infatti, risulta più probabile che i report integrati provengano da Paesi con leggi di protezione dell'occupazione più deboli.

È interessante notare che nessuna delle ipotesi riguardanti il sistema politico di un Paese è stata confermata dai dati: una possibile spiegazione è che la realizzazione di reportistica integrata non è in realtà guidata dalle richieste del mercato, ma che le società situate in Paesi di stampo tradizionale, più incentrate sulla figura dell'azionista, le informazioni socio-ambientali, cioè quelle meno richieste, non verrebbero notate da questo pubblico se inserite in un rapporto di sostenibilità autonomo, pertanto, le informazioni sono integrate nei rapporti annuali comunemente letti. Similmente, un'altra motivazione potrebbe essere il fatto che essendo i mercati di orientamento agli stakeholder più inclini ad apprezzare informazioni di carattere ambientale e sociale, allora le informazioni finanziarie potrebbero essere meno considerate e pertanto, inserirle in un report integrato non soddisfa questo aspetto e potrebbe far sembrare di non apprezzare realmente gli aspetti di CSR (le società con IR possono essere considerate meno impegnate per le questioni CSR).

Analogamente, Frías-Aceituno, Rodríguez-Ariza e García-Sánchez (2013), in uno studio basato sulla teoria istituzionale, analizzano l'impatto dei sistemi di *civil law* e *common law* nella probabilità di comunicare report integrati. Dai risultati è emerso che le aziende situate in Paesi di *civil law* o in Paesi dove i meccanismi di

applicazione legale sono particolarmente forti, cioè esiste un sistema giuridico importante e ben sviluppato finalizzato alla protezione degli stakeholder, hanno maggiori probabilità di pubblicare report integrati, favorendo così il processo decisionale delle diverse parti interessate. Frías-Aceituno et al. (2013) per rafforzare le loro ipotesi fanno riferimento ad altri autori quali Smith et al. (2005) o Kolk e Perego (2008), i quali hanno fornito prove del fatto che le imprese provenienti da Paesi con un consistente orientamento per gli stakeholder (sistemi di *civil law*) hanno pubblicato relazioni sociali e ambientali di qualità superiore rispetto a quelle di Paesi con un' enfasi più debole per le questioni sociali e un maggiore orientamento verso gli azionisti (sistemi di *common law*).

Questo risultato risulta essere in contrasto con i risultati ottenuti negli altri studi fin qui analizzati, i quali invece dimostravano maggiore qualità e probabilità di realizzare report di tipo integrato in Paesi con sistemi legali di *common law*. La spiegazione di questa differente evidenza, potrebbe essere dovuta ad un *fattore di carattere temporale*, in particolare, possiamo presumere che ci sia stata un'evoluzione della reportistica relativa a fattori non finanziari nel tempo. Dalla contrapposizione dei risultati finora analizzati, possiamo dedurre che inizialmente Paesi con sistemi legali di tipo civile con un focus su più parti interessate abbiamo esercitato maggiore pressione sulle imprese del loro territorio, inducendo queste a realizzare report sociali e ambientali, e in seguito, come evoluzione di questi, anche report integrati. Tuttavia, come abbiamo già discusso in precedenza, si è diffuso un sentire comune tra shareholder e stakeholder sull'importanza di focalizzare la propria attenzione su tutte e tre le dimensioni di sostenibilità. Per tali motivi, gli interessi di queste differenti categorie di interlocutori appaiono convergere con il passare del tempo, portando anche Paesi con orientamento prettamente verso la figura dell'azionista, ad agire migliorando l'integrazione di informazioni finanziarie e non.

In merito all'importanza di limitare le asimmetrie informative, anche García-Sánchez e Noguera-Gámez (2017) mostrano una relazione negativa generata con l'adozione della segnalazione integrata. Questa conferma indica che l'utilizzo dell'IR consente

di mitigare i problemi di agenzia, facilitare il processo decisionale aziendale e migliorare le informazioni tra gli investitori. Inoltre, gli autori indicano questo strumento come un valido sostituto in termini di trasparenza nel caso in cui il Paese abbia una protezione degli investitori debole, ma anche uno strumento complementare lì dove siano presenti forti istituzioni a livello nazionale. I risultati evidenziano che il rapporto negativo tra IR e asimmetria informativa è amplificato per le società che operano in Paesi con una forte protezione degli investitori e per le società che divulgano informazioni finanziarie di qualità superiore (García-Sánchez, Noguera-Gámez 2017). Essendo più all'avanguardia nelle pratiche finanziarie, possiamo presumere che le imprese presenti in territori di *common law* siano in grado di realizzare report integrati di qualità superiore rispetto a Paesi di *civil law*, in quanto più pronti a rispondere alle esigenze di integrazione presentate da azionisti e investitori.

Concludendo, possiamo affermare che da un lato la pressione coercitiva della normativa ha un ruolo fondamentale nei Paesi di *civil law* per ridurre le asimmetrie informative tipiche del mercato, favorire il processo decisionale e aumentare la comparabilità, dall'altro lato, possiamo notare che i Paesi di *common law*, con bassi livelli di coordinamento del mercato da parte del legislatore, avranno delle imprese in cui la realizzazione del report integrato sarà più spontanea al fine di aumentare la trasparenza nei confronti dei propri azionisti, collateralmente beneficiando anche le altre parti interessate. In via teorica, possiamo presumere che le aziende situate in Paesi di *civil law* o in Paesi dove i meccanismi di applicazione legale sono particolarmente forti hanno maggiori probabilità di pubblicare report integrati, ma qualitativamente i report integrati potrebbero essere superiori nei Paesi con imposizione giuridica inferiore ma con imprese che svolgono un ruolo chiave per aumentare la trasparenza e soddisfare gli investitori. In quest'ultimo caso sarà il mercato stesso a chiedere un report integrato di qualità.

Ad oggi possiamo dedurre che i risultati ottenuti da questi studi accademici abbiano subito dei consistenti mutamenti e si presume che la comunicazione fornita agli

azionisti e quella fornita agli stakeholder non sia più ampiamente diversificata, ma che anzi coincida in quanto sono gli stessi interessi esposti dagli azionisti e dalle diverse parti interessate a coincidere. Da un lato, gli shareholder hanno compreso che prestare attenzione all'ambiente e alle variabili sociali presenta vantaggi anche dal punto di vista economico e riduce il rischio, dall'altro lato, gli stakeholder hanno compreso che anche la variabile economica è fondamentale tanto quanto le variabili di sostenibilità in quanto nessuno dei tre aspetti può prescindere dagli altri. Questa spinta avvia un circolo interconnesso che porta imprese, stakeholder e investitori a comportamenti più responsabili e attenti.

Determinanti culturali

La teoria istituzionale spesso analizza gli effetti della pressione di strutture di livello superiore, ad esempio nazionale, sulle pratiche organizzative. La **cultura** è uno degli elementi determinanti per i comportamenti aziendali, e quindi anche per la definizione del report IR.

Jensen e Berg (2011) considerano valori culturali che fungono da determinanti per l'IR, ad esempio la distinzione tra Paesi con valori di tipo tradizionale, in cui prevalgono la religione, l'orgoglio nazionale e i valori della famiglia, e valori secolarizzati, in cui vi è predisposizione all'accettazione dell'aborto o del divorzio e l'alto interesse per la politica. La responsabilità è risultata essere un valore importante all'interno delle società secolarizzate, pertanto, l'IR, che persegue una visione olistica di economicità, ambiente e società, dovrebbe essere in base a queste supposizioni maggiormente presente in Paesi con valori razionali laici più elevati. I risultati confermano questa ipotesi. Inoltre, relativamente ad aspetti culturali legati al valore dell'istruzione e dell'occupazione, Jensen e Berg (2011) dimostrano che le società in Paesi con una forte legislazione in materia di protezione degli investitori e con leggi più severe in materia di tutela dell'occupazione hanno maggiori probabilità di adottare una segnalazione integrata.

Analogamente, attraverso uno studio basato sulla teoria degli stakeholder García-Sánchez et al. (2013) mostrano la relazione tra il contesto culturale e l'adozione del report integrato. Gli autori ricercano su un campione di 3.042 osservazioni di 1.590 aziende provenienti da 20 Paesi, la presenza di elementi valoriali collegati alle caratteristiche del report integrato. Il sistema culturale risulta essere rappresentativo dei valori degli stakeholder locali, pertanto questi avranno delle ripercussioni sulla reportistica integrata, successivamente, risulta importante capire quali di questi valori culturali abbiano un impatto rilevante. All'interno di ciascun Paese troviamo differenti dimensioni culturali, che si trasmetteranno nelle imprese dello stesso territorio attraverso un processo di isomorfismo, distinguendo pertanto ciascuna realtà nazionale in maniera differente. L'impatto del sistema culturale nazionale viene analizzato secondo quanto teorizzato da Hofstede, ossia che la cultura è la programmazione collettiva della mente, che distingue i membri di un gruppo o categoria di persone da quelli di un altro. Secondo quanto indicato nel lavoro di García-Sánchez et al. (2013), Hofstede nel 2001 ha proposto quattro caratteristiche specifiche per evidenziare le somiglianze e le differenze culturali tra i Paesi: *l'individualismo contro il collettivismo, la mascolinità contro la femminilità, la tolleranza contro l'avversione all'incertezza e la distanza di potere*. Più recentemente, è stata introdotta una quinta dimensione, *l'orientamento di lungo termine contro quello a breve termine*.

La prevalenza dei singoli valori rispetto ai valori di gruppo porta i soggetti a pensare maggiormente ai propri diritti individuali, o al contrario, a pensare di più alle loro azioni come membri di un'entità collettiva. Con riferimento all'IR, si ritiene che lì dove i valori collettivisti siano più forti ci sia maggiore interesse per le informazioni di carattere non finanziario che riguardano la società.

Per quanto riguarda la presenza di valori maschilisti o femministi, nel lavoro di García-Sánchez et al. (2013) si afferma che se il Paese presenta una cultura a orientamento maschile allora predominano valori legati al raggiungimento del successo materiale, al guadagno e al riconoscimento dei progressi; in questo caso le

informazioni finanziarie saranno quindi prioritarie. Diversamente, in società con orientamenti culturali più femminili che attribuiscono maggiore valore alla qualità della vita e presentano aspirazioni più moderate, possiamo presumere che venga attribuito maggior valore alla disclosure socio-ambientale.

Per quanto concerne la dimensione della tolleranza dell'incertezza, si afferma che le aziende di Paesi in cui si sviluppa maggiore avversione al rischio presentano il bisogno di far ricorso a regole e formalità per strutturare le dinamiche all'interno dell'organizzazione e quindi lasciando meno discrezionalità al caso. In queste realtà potrebbe risultare più facile rimandare il cambiamento ed evitare l'innovazione, di conseguenza, le pratiche commerciali sostenibili saranno adottate dall'impresa solamente se promosse attraverso regolamenti e procedure standardizzate.

La quarta dimensione della distanza di potere descrive la lunghezza gerarchica all'interno di una società tra i livelli apicali e i livelli alla base. Una distanza evidente tra questi livelli indica una distribuzione del potere discendente, in cui i livelli apicali limitano la discrezionalità della base della piramide. Paradossalmente, in un'impostazione di questi tipo, i soggetti con meno potere saranno più portati ad accettare una distribuzione ineguale, di conseguenza, mostreranno minore interesse per i diritti sociali e per le informazioni di sostenibilità. Come affermano García-Sánchez et al. (2013), "nei Paesi organizzati gerarchicamente, le informazioni ricevute dagli stakeholder sono decise esclusivamente da coloro che detengono il potere".

La dimensione aggiuntiva dell'orientamento a lungo termine può essere interpretata "come gestita dalla ricerca di virtù della società" (García-Sánchez et al. 2013). Infatti, l'orientamento a lungo termine sviluppa nella società valori quali la parsimonia, il risparmio, la dipendenza della verità dal contesto e dal tempo, diversamente dal breve termine in cui i soggetti si dimostrano più incauti nello sfruttamento delle risorse, hanno una preoccupazione normativa per la verità assoluta e mostrano un grande rispetto per le tradizioni. Se l'orientamento è di breve periodo, le imprese saranno più attente ai risultati di breve periodo e quindi alle informazioni di carattere

finanziario, diversamente dai risultati di operazioni di sostenibilità che invece si manifestano nel lungo periodo.

In base a quanto finora affermato, ci si aspetta che i risultati di García-Sánchez et al. (2013) dimostrino imprese più impegnate verso la sostenibilità lì dove siano forti i valori di collettivismo, femminismo, tolleranza all'incertezza, bassa distanza di potere e orientamento a lungo termine, tuttavia, i risultati confermano solo alcune delle ipotesi sostenute dagli autori. Nello specifico, le imprese situate in territori con valori collettivisti e femministi, mostrano un consistente interesse a divulgare informazioni integrate che facilitino il processo decisionale di diverse parti interessate, sulla base della maggiore comparabilità e utilità delle informazioni fornite. Al contrario, l'esistenza di bassa distanza di potere, l'orientamento a lungo termine o la tolleranza dell'incertezza non sono fattori determinanti, ciò suggerisce che la trasparenza e l'interesse verso la sostenibilità non deriva da una maggiore o minore regolamentazione o stratificazione del potere. L'orientamento al lungo periodo pertanto potrebbe non essere considerato un elemento determinante a livello nazionale, ma può assumere rilevanza nell'orientamento culturale sviluppato all'interno della realtà organizzativa singola, in cui è l'impresa stessa a comprendere l'importanza di focalizzare le proprie risorse in un arco temporale ampio al fine di consentire la propria sopravvivenza. Analogamente, l'incertezza, che era stata associata ad una maggiore necessità di standard regolamentati, non appare in grado singolarmente di spingere a rapporti di carattere olistico, così come la distanza di potere.

Da questi risultati possiamo dedurre che lì dove non sono diffusi valori quali il collettivismo e il femminismo, la normativa svolge un ruolo fondamentale, in quanto riesce a superare i limiti posti dall'individualismo e dai valori di carattere maschile nei confronti del report integrato. Tuttavia, gli interlocutori delle imprese in questi Paesi potrebbero essere maggiormente interessati a informazioni divulgate individualmente in relazione a questioni economiche, di governance o di

sostenibilità, rispetto all'informazione integrata, quindi le imprese avranno meno interesse a elaborare forme di segnalazione di tipo olistico.

Successivamente, in uno studio del 2016, Vaz et al. confermano questo risultato, indicando che l'individualismo può essere un riflesso del meccanismo normativo, ossia che gli individui sono portati a chiedere informazioni in relazioni anche alla normativa sottostante che può incentivare o meno gli interessi sociali e ambientali. Analogamente, gli autori (Vaz et al., 2016) affermano che i valori collettivisti e femministi esercitano pressioni in grado di influenzare il comportamento delle aziende verso la pubblicazione di report integrati.

Sviluppo economico e sistema finanziario nazionale come determinati dell'IR

Nei Paesi sviluppati, i mercati finanziari esercitano una forte pressione sulle società in termini di divulgazione volontaria, pertanto il **sistema finanziario** nazionale costituisce un altro elemento fondamentale quando parliamo delle determinanti istituzionali che influenzano la qualità e la tipologia di report.

Riprendendo lo studio di Jensen e Berg (2011), il sistema finanziario nazionale può svilupparsi come maggiormente basato su banche (come ad esempio Germania e Giappone) o sul mercato (come ad esempio i Paesi anglosassoni). Nel primo caso le attività e passività finanziarie sono perlopiù formate da depositi bancari e prestiti, pertanto vi è un ruolo fondamentale dell'intermediario finanziario nel determinare la congiunzione tra fabbisogno finanziario e disponibilità di alcuni soggetti ad investire. In questo caso, le banche hanno una profonda conoscenza delle imprese, grazie anche all'accesso diretto a dati aziendali, e ciò permette di ridurre in parte i problemi di asimmetria informativa presenti nel mercato. Infatti, la concessione di crediti elevati da parte delle banche consente a queste una strutturata azione di monitoraggio dell'azienda nel lungo termine, pertanto questi costi di controllo e sorveglianza si dimostrano inferiori a quelli che sarebbero sostenuti da singoli investitori. Visto l'accesso privilegiato della banca a determinati tipi di informazioni

finanziarie, si ritiene possibile che questo riguardi anche le informazioni di natura sociale e ambientale.

Dall'altro lato, le economie di mercato come il Regno Unito o gli Stati Uniti, presentano un controllo delle imprese coordinato da un mercato dei capitali in maniera più anonima. Le aziende di matrice anglosassone, infatti, hanno solitamente un numero elevato di stakeholder che detengono partecipazioni minori e basano le loro decisioni di investimento su informazioni auto-analizzate (Jensen, Berg 2011). Per queste imprese, la presenza delle banche è pressoché minima e la dipendenza dai loro stakeholder è maggiore, ciò porta ad un controllo aziendale più dispersivo e quindi per soddisfare le esigenze delle diverse figure che controllano l'impresa, dovranno essere fornite informazioni di vario genere. A ragion di ciò, possiamo credere che in queste imprese l'importanza attribuita alle dichiarazioni sociali e ambientali sia maggiore e quindi la loro integrazione con informazioni finanziarie sarà più rilevante, portando quindi ad una maggiore probabilità di creazione di un report integrato. Emerge tuttavia un ulteriore elemento da considerare: recentemente, è stato dimostrato che in Paesi di matrice anglosassone nelle imprese a proprietà dispersa, molto spesso vi è almeno un azionista che detiene il controllo, infatti, questa tipologia di grandi azionisti detengono un numero significativo di azioni in molte aziende. Contrariamente alle aspettative, si è rivelato che una maggiore dispersione della proprietà è comune per i sistemi finanziari dell'Europa continentale, mentre la concentrazione della proprietà (spesso su un azionista maggioritario) può essere trovata in particolare nel Regno Unito e negli Stati Uniti (Jensen, Berg 2011). Con questa evidenza emerge il fatto che azionisti con maggior controllo possano avere un accesso "privilegiato" ai dati aziendali, infatti, gli azionisti dominanti hanno un'incentivo a monitorare i manager al fine di ridurre il più possibile i conflitti di interesse tipici della teoria dell'agenzia e derivanti dalla separazione di proprietà e controllo. Contemporaneamente, si crea un'altra tipologia di conflitto tra gli interessi degli azionisti dominanti e degli azionisti di minoranza: gli azionisti di maggioranza che hanno maggior potere e accesso diretto

a dati di loro interesse, hanno poco incentivo a pubblicare rapporti ampi, affidabili e chiari che rischiano di ledere il vantaggio competitivo raggiunto rivelando le giuste informazioni, di conseguenza, anche le aziende che sono disposte a pubblicare rapporti estesi perderanno la motivazione a farlo; a rimetterci in questa situazione saranno pertanto gli azionisti di minoranza (solitamente caratterizzati da gruppi di stakeholder di vario tipo). In base a quanto appena discusso, si arriva ad affermare che se la proprietà presenta carattere disperso e vi è la presenza di almeno un azionista dominante, le informazioni di sostenibilità saranno minime e di scarsa qualità (effetto negativo della concentrazione della proprietà).

Dai risultati ottenuti per questa determinante istituzionale, Jensen e Berg (2011) confermano che i rapporti integrati hanno maggiori probabilità di essere pubblicati in Paesi con un grado più elevato di orientamento al mercato, inoltre, si è confermato l'impatto positivo generato da una maggiore dispersione della proprietà sulla pubblicazione di IR.

Per quanto concerne il **sistema economico**, questo risulta influente per la reportistica integrata lì dove presenti elevati livelli di sviluppo. Jensen e Berg (2011), sulla base di studi precedenti, confermano che il grado di sviluppo del sistema economico influisce positivamente sulla divulgazione volontaria, diversamente dai Paesi meno sviluppati in cui la comunicazione di sostenibilità avviene soprattutto in seguito alle pressioni esercitate dalle multinazionali. Infatti, lì dove i livelli di sopravvivenza percepiti siano bassi e il reddito della popolazione sia basso, si dà priorità a elementi di carattere economico, anziché a elementi di natura intangibile (l'elemento finanziario costituisce l'aspetto preminente).

Contrariamente, in Paesi più sviluppati con alti valori di sopravvivenza, dove la sicurezza economica e fisica è più pronunciata saranno più diffusi valori di auto-espressione e verrà attribuita maggiore importanza al benessere e alla qualità della vita. Conseguentemente, in quest'ultima categoria di Paese, la responsabilità ambientale e sociale avrà maggior valore per la popolazione, quindi, sono maggiori

le probabilità di pubblicare rapporti integrati, in quanto l'integrazione permette di mescolare e attribuire pari importanza agli aspetti finanziari e non finanziari.

I risultati ottenuti da Jensen e Berg (2011) sono coerenti con quelli presentati da Turcu (2015), il quale conferma che le società di Paesi a elevato livello di responsabilità aziendale nazionale e sviluppo economico hanno maggiori probabilità di pubblicare report integrati. Dai dati raccolti su scala mondiale, emerge che circa il 95% dei report integrati raccolti è stato pubblicato da Paesi con un'aspettativa di vita alla nascita superiore ai 76 anni, inoltre, circa il 77% sono stati pubblicati da Paesi con un PIL procapite superiore alla media dell'UE. I risultati dimostrano correlazione positiva tra il numero di relazioni integrate emesse dalle imprese su uno specifico territorio nazionale e i valori registrati per gli indicatori di sviluppo sostenibile per il Paese stesso, conseguentemente, popolazioni con status sociale, economico e ambientale più elevato, sono più portate a richiedere e presentare relazioni di tipo integrato.

2.2 INFLUENZA DEL CONTESTO AMBIENTALE ORGANIZZATIVO NELL'IR

Il ruolo del CdA nella diffusione dell'IR

Secondo obblighi giuridici europei, alcune imprese oggi sono obbligate a dichiarare informazioni non finanziarie, tuttavia, la divulgazione attraverso il report integrato è una decisione presa dall'organizzazione su base volontaria, pertanto è fondamentale comprendere quali elementi influenzano questa scelta. Dopo aver analizzato l'influenza degli elementi di contesto nazionale sull'integrated reporting, procediamo ad analizzare gli elementi del contesto organizzativo quali determinanti nella pratica di comunicazione non finanziaria.

In precedenza, abbiamo analizzato l'effetto di elementi valoriali, economici e giuridici sul volume e sulla qualità dell'integrated reporting, tuttavia, questi elementi sono in grado di influenzare solo parzialmente la comunicazione di informazioni non finanziarie, infatti, per comprendere nel profondo tutto ciò che funge da

determinante, è necessario considerare anche elementi all'interno dell'organizzazione stessa. Uno degli organi aziendali fondamentali in grado di influenzare le scelte di reportistica è il consiglio di amministrazione (CdA), questo infatti si occupa di influenzare e orientare i comportamenti dei manager esecutivi, i quali sono direttamente coinvolti nelle scelte di reporting. All'interno del CdA, esistono a sua volta elementi determinati di carattere culturale e valoriale, infatti, la composizione del consiglio, tra cui la provenienza, il genere e il potere attribuito ai membri, definiscono come il potere di vigilanza di quest'organo può agire nei confronti dell'uso di uno strumento di comunicazione di tipo olistico.

Analizzando uno studio di Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza e Garcia-Sanchez (2013) si è cercato di comprendere quale sia il ruolo del CdA nella diffusione e utilizzo dell'integrated reporting. Gli autori analizzano un campione di 568 società internazionali, per gli anni 2008-2010, inoltre, per garantire robustezza nell'analisi, le società del campione sono rappresentative di tre orientamenti istituzionali: anglosassone, tedesco e latino. In precedenza, nel presente elaborato è stato analizzato l'impatto dei modelli istituzionali nazionali e abbiamo distinto sistemi di *common law* e *civil law*, ora possiamo notare che i tre orientamenti istituzionali indicati da Frias-Aceituno et al. (2013) si basano su differenti scale di adozione di questi sistemi: nel modello anglosassone gli organi decisionali rispecchiano le caratteristiche del Paese e quindi dimostrano forte orientamento agli azionisti, diversamente, il modello tedesco considera le imprese come entità economiche autonome che costituiscono una coalizione di vari partecipanti, non solo azionisti, pertanto prevale l'attenzione verso le parti interessate; analogamente, nei Paesi latini, il concetto di azienda è più vicino alla prospettiva tedesca, tuttavia, i dipendenti non svolgono un ruolo chiave nella gestione dell'azienda, ma è necessaria una partecipazione finanziaria di qualche tipo per esercitare la propria influenza sulle decisioni (Frias-Aceituno et al. 2013).

La considerazione di elementi istituzionali e nazionali anche nell'analisi degli effetti del CdA sul reporting integrato è dovuta al fatto che il Paese di appartenenza

dell'impresa ne influenza anche il governo societario, e quindi il CdA. Si innesca un effetto a catena in cui fattori quali il sistema giuridico, il settore industriale di appartenenza, la cultura e le caratteristiche del mercato influenzano gli organi decisionali societari e quindi anche la disponibilità a comunicare informazioni non finanziarie in forma integrata.

Per spiegare la correlazione tra IR e CdA, prendiamo in considerazione la *teoria dell'agenzia*, in base alla quale si possono verificare conflitti di interesse nella separazione di proprietà e controllo, cioè tra manager con poteri esecutivi e soggetti proprietari. Questa problematica nel tempo è stata in parte limitata dall'utilizzo di strumenti di rendicontazione di carattere finanziario, per estensione possiamo ritenere che i rapporti di sostenibilità abbiano lo stesso uso, ossia mitigare i conflitti tra altri stakeholder e amministratori. Pertanto, si può ritenere che il CdA svolga un ruolo centrale nel processo di armonizzazione degli interessi divergenti, conseguentemente, il report integrato sarà uno strumento di responsabilità fondamentale in cui far convergere tutti gli impatti generati verso le diverse parti interessate. Appare chiaro che se il CdA sarà composto da soggetti rappresentativi di diverse parti interessate, allora gli interessi di questi soggetti saranno colti in modo più preciso. Conseguentemente, la diversità è un elemento da incentivare e svolge un ruolo essenziale.

Gli autori (Frias-Aceituno et al. 2013) testano la rilevanza di elementi quali la dimensione dell'impresa e del CdA, la frequenza di convocazione delle riunioni, la presenza di membri stranieri, la presenza di donne, l'indipendenza dei membri del consiglio rispetto ai manager esecutivi e le opportunità di crescita.

Analizzando ciascuno di questi aspetti, gli autori (Frias-Aceituno et al. 2013) specificano che **la dimensione dell'impresa** è direttamente collegata alla disponibilità di divulgare informazioni sulle azioni societarie. Infatti, lì dove le dimensioni aziendali siano elevate saranno presenti maggiori problemi di agenzia a causa di una maggiore diversificazione di interessi, conseguentemente, la disponibilità dell'impresa nel divulgare informazioni sarà minore allo scopo di evitare

possibili notizie negative per alcuni stakeholder, tuttavia, sarà necessario un CdA più ampio in termini dimensionali, capace di cogliere la presenza di diversi interessi contrapposti. In queste realtà organizzative, la presenza di un numero considerevole di amministratori, con una varietà di punti di vista esperti e la diversità richiesta per svolgere la funzione di vigilanza, consente un impatto positivo nella divulgazione di maggiori volumi di informazioni e sulla loro integrazione. Questa ipotesi risulta confermata: la dimensione dell'impresa e del CdA si è rivelata rilevante e dimostra una correlazione positiva nell'integrazione delle informazioni e nella trasparenza verso l'esterno, inoltre, si conferma che anche le opportunità di crescita spingono verso maggiore trasparenza soprattutto per attirare nuovi investitori. (Frias-Aceituno et al. 2013).

In relazione all'attività del CdA possiamo considerare due punti di vista: da un lato, possiamo presumere che la convocazione di riunioni in maniera frequente sia un segno di non efficacia del consiglio, dall'altro, si può sostenere che un CdA più attivo sia più efficace poiché consente una migliore azione di sorveglianza e interlocuzione con le parti interessate. Frias-Aceituno et al. (2013) sono in linea con la seconda delle due affermazioni, tuttavia i risultati non confermano alcuna relazione tra il **grado di attività del consiglio** e la pratica di reporting integrato.

Relativamente alla composizione del consiglio, gli autori affermano che oltre alla dimensione, anche il **potere attribuito ai membri** è in grado di influire sulle dichiarazioni e sulla trasparenza. Nello studio (Frias-Aceituno et al. 2013), viene affermato che se i membri del consiglio non hanno potere esecutivo e quindi sono più distaccati dall'azione organizzativa, le probabilità di realizzare un integrated report aumentano. In particolare, i membri del consiglio "esterni" hanno spesso un maggiore interesse a garantire il corretto comportamento dell'impresa e il rispetto dei suoi obiettivi, in quanto non implicati direttamente nelle azioni intraprese dall'organizzazione. I risultati tuttavia non confermano un impatto positivo dell'indipendenza dei membri del CdA con le dichiarazioni non finanziarie e la realizzazione dell'IR, poiché non esiste un impatto statisticamente significativo.

L'indipendenza del consiglio non sembra favorire l'IR, strumento il quale potrebbe avvantaggiare il processo decisionale delle parti interessate e fornire maggiori dati sulla governance, la remunerazione e l'azione aziendale, rispecchiando quindi la sostenibilità dell'azienda. Se tale divulgazione di informazioni fosse pregiudizievole per gli azionisti, i membri esterni del consiglio potrebbero opporvisi, in conformità con l'obbligo di proteggere gli interessi degli azionisti (Frias-Aceituno et al. 2013), quindi, ciò si verifica quando le parti interessate sono inadeguatamente rappresentate dal CdA, il quale si focalizzerà maggiormente sui bisogni degli azionisti. La mancanza di interesse mostrata dagli amministratori esterni nell'integrazione delle informazioni aziendali viene superata quando ci sono donne negli organi decisionali, in quanto la loro presenza favorisce la risoluzione dei problemi, migliora l'efficacia della leadership e promuove le relazioni.

Elevate dimensioni del consiglio vengono viste come un indicatore di diversità, così come ***l'appartenenza a nazionalità diverse*** dei membri quale indicatore di culture differenti o ***la differenza di genere***. Per quest'ultimo elemento, si riprende quanto affermato da Hofstede per gli elementi culturali, in base al quale la presenza di soggetti femminili dimostra una maggior predisposizione a valori materni e di interesse filantropico, considerando bisogni comuni e il soddisfacimento di obiettivi meno egoistici. La presenza di donne a livelli dirigenziali influenza positivamente il comportamento aziendale, perché questi membri del CdA incorporano i ruoli di moglie e madre nel loro ambiente professionale, applicando criteri etici che differiscono da quelli comunemente usati dagli uomini. Queste due ipotesi sulla diversità vengono confermate solamente in parte: non viene verificata alcuna correlazione tra gli elementi culturali che caratterizzano i membri stranieri del CdA e la realizzazione dell'IR, tuttavia, la tendenza femminile a considerare congiuntamente gli interessi di più parti risulta avere un impatto estremamente rilevante sulla reportistica di tipo olistico. Quindi, le differenze culturali non risultano statisticamente rilevanti, tuttavia la diversità di genere, l'esperienza e la varietà di competenze che compongono un consiglio di grandi dimensioni risultato

estremamente rilevanti (Frias-Aceituno et al. 2013). I risultati appena illustrati sono confermati per tutti e tre i modelli di governo societario (anglosassone, tedesco e latino).

Analogamente, Alfiero et al. (2018) concordano con Frias-Aceituno et al. (2013) sul concetto che elementi di diversità influenzano la scelta di dichiarazioni integrate. Dai risultati dell'analisi condotta su un campione di 1.058 società europee di 18 Paesi diversi, si evince che soggetti stranieri all'interno del *board* vengono associati a una divulgazione più ampia, pertanto si solleva una relazione di causa-effetto tale che le prestazioni aziendali sono influenzate dalla varietà di esperienze, idee e cultura delle persone che ne fanno parte. L'elemento "straniero" nel board, tuttavia, non era stato confermato come rilevante dai risultati di Frias-Aceituno et al. (2013), ciononostante Alfiero et al. (2018) dimostrano che esiste un'eccezione a questa mancanza di significatività. In particolare, Alfiero et al. (2018) ipotizzano che se i membri stranieri del CdA provengono da Paesi più sviluppati rispetto alle imprese di cui fanno parte allora possono contribuire a prestare maggiore attenzione ai temi sociali e ambientali tipici dei loro Paesi di origine. Gli autori considerano anche un fattore complicante nell'indagare, "l'impatto dei sottogruppi", ossia affermano che l'impatto di elementi di diversità come la presenza di stranieri nel consiglio, diventa rilevante solamente al raggiungimento di una certa soglia, definita *massa critica*. Questo concetto di massa critica viene analizzato considerando gli effetti di pochi membri stranieri inseriti nel *board* in maniera superficiale, solamente per soddisfare le aspettative di soggetti al di fuori, oppure la presenza di un gruppo consistente di membri stranieri al fine di comporre un elemento dominante che consente di eliminare stereotipi e agire come fattore catalizzatore verso l'integrazione degli elementi di sostenibilità.

Ciononostante, è stata riscontrata una connessione negativa con la percentuale di membri di provenienza straniera, nello specifico, la probabilità di adottare un report IR tende a diminuire con l'inserimento di membri esteri. Per questo motivo, lo studio di Alfiero et al. (2018) ha approfondito questa connessione negativa e si è compreso

che l'introduzione di altri fattori che influenzano la diversità della nazionalità cambiano questo nesso in positivo. Tra questi fattori, è emerso che il raggiungimento della soglia critica da parte del gruppo di stranieri nel CdA influenza la decisione di adottare una IR. Inoltre, questa relazione risulta essere più forte se i membri stranieri risultano appartenere a Paesi in cui l'adozione IR è più sviluppata. Riassumendo, i risultati in questo caso confermano che l'elemento "straniero" nel CdA è rilevante e positivamente associato ad una divulgazione più ampia, tuttavia, è necessaria una relazione complementare tra il numero di membri del CdA esteri (massa critica) e le adozioni IR (Alfiero et al. 2018). La conferma di questo risultato consente di chiarire che a volte non è sufficiente avere l'elemento straniero nel *board*, ma anzi è necessario che questo sia in grado di esercitare una pressione sufficiente sulle decisioni e pertanto deve superare una certa soglia critica, la quale è stata ipotizzata essere superiore ai tre membri stranieri (in questo caso l'impresa ha 4 volte più probabilità di adottare IR rispetto alle società con un numero inferiore di amministratori esteri).

In aggiunta, considerando uno degli elementi culturali proposti da Hofstede, Alfiero et al. (2018) confermano anche un impatto fortemente positivo per quanto riguarda la presenza di donne o di soggetti appartenenti a Paesi con orientamenti culturali più femminili (in questo caso la probabilità di adottare IR aumenta del 34%).

Come i precedenti autori considerati, anche Alfiero et al. (2018) considerano gli effetti delle dimensioni del *board* nella comunicazione integrata e affermano che essendo un ampio CdA sinonimo di elementi di diversità e interessi differenti, allora in queste circostanze le funzioni di monitoraggio delle decisioni gestionali e le garanzie di trasparenza saranno meglio esercitate in contesti ampi. Le prove empiriche dimostrano che la divulgazione volontaria aumenta con le dimensioni del CdA (le commissioni con dieci membri hanno una probabilità di 86,9% di adottare l'IR come strumento di divulgazione). Nonostante questo duplice conferma dei risultati sull'esistenza di una relazione positiva tra dimensioni del CdA e divulgazione volontaria di informazioni, Prado-Lorenzo e García-Sánchez (2010) hanno osservato

una relazione negativa. Di conseguenza, per assicurare coerenza possiamo presumere che esiste una soglia critica anche in questo caso, ossia che nel caso in cui il *board* diventi estremamente ampio, questo tende a perdere di efficacia; pertanto occorre individuare la dimensione ottima per ogni realtà organizzativa al fine di comprendere entro quali limiti dimensionali il *board* sia in grado di esercitare la propria pressione sulla divulgazione IR.

Munificent environment ed elementi settoriali

Come collante tra i concetti appena espressi relativi al CdA e quanto affermato in precedenza sull'effetto di elementi giuridici di protezione degli investitori, troviamo uno studio recente di García-Sánchez et al. (2018). Lo studio in questione analizza se esiste una relazione tra la discrezionalità manageriale in ambienti ad alto tasso di crescita e la propensione a divulgare un reporting integrato, inoltre, tenta di capire se questa relazione dipende dal consiglio di amministrazione e dal livello nazionale di protezione degli investitori. Il campione internazionale si basa sul periodo 2006-2014 e dimostra che i manager dotati di ampia discrezionalità che operano in imprese appartenenti ad ambienti di tipo munifico, risultano meno inclini a divulgare informazioni di tipo volontario e a garantire la trasparenza. Per *ambienti munifici* si intendono ambienti particolarmente "generosi", in cui vi è una maggiore capacità da parte dell'ambiente di assicurare una crescita continua e sostenuta. Da questa definizione appare chiaro che questi contesti sono influenzati dalla capacità di sole poche imprese di entrarvi e da processi decisionali non convenzionali. Conseguentemente, i manager esecutivi (dotati di più discrezionalità rispetto ad ambienti tradizionali) svilupperanno una tendenza riluttante a comunicare informazioni che possano compromettere la propria situazione di benessere aziendale in questo ambiente. Il CdA pertanto assume un ruolo fondamentale nel continuare a garantire la trasparenza verso gli interlocutori dell'organizzazione.

Nell'articolo di García-Sánchez et al. (2018), si ricerca se esiste una relazione diretta tra la discrezionalità gestionale in ambienti generosi (cioè la condizione ambientale)

e la realizzazione dell'IR in questo contesto, oppure, se esiste una relazione indiretta tra questi due aspetti, mediata da due meccanismi di controllo: il meccanismo di controllo interno è costituito dal CdA, mentre come meccanismo di controllo esterno, viene utilizzato il livello di protezione legale degli investitori.

Negli ambienti di tipo munifico possiamo notare due concetti opposti: da un lato sono ambienti caratterizzati da grandi opportunità di crescita e instabilità, in cui l'innovazione svolge un ruolo fondamentale al loro interno, si presume quindi che tali pratiche innovative riguardino anche le modalità di comunicare, come ad esempio l'IR; dall'altro lato, i flussi di cassa di questi ambienti risultano più elevati dei contesti generici e pertanto, la discrezionalità manageriale che in questi ambienti tende ad essere più elevata potrebbe compromettere i risultati a favore di interessi personali del manager stesso. Nella maggior parte della letteratura, gli studi associano una maggiore discrezionalità manageriale a una trasparenza più bassa, ma non riescono a collegarlo alla rendicontazione integrata, tuttavia, García-Sánchez et al. (2018), attraverso un collegamento indiretto riescono a dimostrare che se il CdA è forte in termini di influenza sulle decisioni e nel proteggere gli interessi delle parti interessate, allora maggiore è la propensione a divulgare attraverso l'IR. In aggiunta, i risultati confermano anche la rilevanza del secondo meccanismo di controllo, ossia il livello di protezione degli investitori a livello di Paese risulta attenuare la portata dei benefici privati per i dirigenti e manager. Dai risultati, si conferma che maggiore tutela degli investitori è causa di ulteriori sviluppi del Paese e ciò agisce come fattore di moderazione del rapporto negativo tra munificenza ambientale e diffusione di relazioni integrate.

Rimanendo sul tema dell'ambiente settoriale, è stato analizzato il contributo accademico di Chen et al. (2017), in cui si analizzano tre caratteristiche del contesto industriale e i relativi effetti sulla responsabilità ambientale. Nello specifico, *munificenza*, *dinamismo* e *complessità* sono caratteristiche contestuali dell'industria e si sono dimostrate in grado di determinare comportamenti ambientalmente responsabili. Basandosi su un campione di 746 imprese quotate cinesi dei settori

manifatturieri, Chen et al. (2017) dimostrano che le aziende sono più disposte a comportarsi in modo ambientalmente responsabile quando competono in ambienti munifici e con elevata dinamicità, inoltre la complessità dimostra avere una correlazione negativa con tale responsabilità. In aggiunta, gli autori (Chen et al. 2017) considerano anche la determinante delle risorse interne, ossia definiscono che anche lì dove il contesto presenti le stesse caratteristiche in termini di munificenza, dinamicità e complessità, ciascuna impresa può reagire in maniera diversa per effetto della disponibilità e idiosincrasia delle risorse interne.

Nello specifico, la munificenza che abbiamo definito come caratteristica di generosità dell'ambiente, aveva dimostrato con García-Sánchez et al. (2018) un impatto negativo sulla trasparenza aziendale e sull'IR, tuttavia attraverso il ruolo del CdA e una forte pressione normativa questo effetto si è convertito verso una maggiore preposizione a comunicare informazioni di tipo integrato. Diversamente, nello studio di Chen et al. (2017) si riscontra una relazione positiva con l'azione ambientale da parte dell'impresa in questo contesto: un contesto industriale ad alta munificenza è spesso caratterizzato da maggiori incentivi fiscali o sussidi governativi per programmi di risparmio energetico, facilitazioni finanziarie per tecnologie eco-compatibili e minori premi assicurativi per i programmi ambientali, pertanto, in queste circostanze, i manager hanno maggiore arbitrarietà e maggiori incentivi per capitalizzare su una strategia di responsabilità ambientale. Conseguentemente a quanto appena affermato, in contesti munifici le imprese saranno maggiormente incentivate a realizzare progetti di sviluppo sostenibile, tuttavia, la disponibilità a comunicare sarà minore considerando l'effetto indotto sui manager, i quali avranno timore di perdere i propri benefici in seguito ad una comunicazione più trasparente e non sempre positiva. L'azione ambientale in ambienti munifici può generare un impatto positivo sulla posizione competitiva dell'impresa, pertanto questa sarà maggiormente incentivata ad adottare politiche socio-ambientali, tuttavia per timore di vedersi sottratto questo vantaggio competitivo e i benefici economici ottenuti, i manager sono meno incentivati a dare comunicazione del loro impatto.

Per quanto riguarda l'elemento del dinamismo, questo viene definito come l'imprevedibilità e la volatilità dei cambiamenti in un settore le quali accrescono l'incertezza delle previsioni delle imprese. In questo contesto, la prevedibilità delle minacce ambientali è minore e le prestazioni aziendali saranno più volatili, per questo motivo la strategia ambientale sarà più forte e attenta al fine di comprendere segnali di anticipazione del cambiamento e scongiurare una concorrenza ambigua (l'incertezza può essere fronteggiata accrescendo la legittimità sociale dell'azienda attraverso la partecipazione socialmente responsabile). Diversamente, emerge una relazione opposta tra produttività ambientale e complessità settoriale, infatti, quest'ultima si riferisce alla molteplicità di fattori contestuali esterni e all'eterogeneità all'interno di un settore. In queste circostanze, maggiore complessità aumenta la difficoltà di coordinamento con le parti interessate, quindi, una strategia proattiva forte implica prendere una posizione precisa e assumersi dei rischi che possono essere dannosi, pertanto in un contesto complesso tendono ad essere preclusi i cambiamenti profondi associati agli investimenti ecologicamente responsabili (Chen et al. 2017). L'effetto della complessità è negativo sui margini di profitto, in quanto questi tendono ad essere erosi da una forte concorrenza, pertanto a fronte di una strategia di lungo periodo i manager tendono a prediligere profitti più certi e quindi miglioramenti limitati basati su piccoli aggiustamenti, anziché su investimenti ecologici consistenti (Chen et al. 2017). In merito alla complessità, anche Frías-Aceituno et al. (2014) aggiungono che la scelta delle società di adottare una rendicontazione integrata è positivamente influenzata dalle dimensioni e dalla redditività dell'impresa, tuttavia, il grado di concentrazione del settore, di per sé elemento di complessità competitiva, esercita un effetto negativo. In effetti, a questo proposito, notiamo che società monopolistiche sono meno inclini ad adottare pratiche di divulgazione più trasparenti.

Analizzando i risultati finali si evidenzia che la munificenza singolarmente non è sufficiente come caratteristica atta a determinare la predisposizione ad una strategia proattiva in termini ambientali, tuttavia, l'azione congiunta di munificenza,

dinamismo e bassa complessità ha un effetto estremamente positivo sulla predisposizione ad agire ecologicamente. Questa conclusione dimostra che, a volte, elementi interni di carattere organizzativo hanno impatti estremamente rilevanti sull'azione aziendale, nonostante la presenza di un contesto industriale di crescita. Ad esempio strutture organizzative più giovani o di dimensioni più grandi avranno risorse più incentivanti verso l'azione di sviluppo sostenibile (Chen et al. 2017). A questo punto, se la strategia aziendale è forte in termini di sostenibilità avrà un impatto positivo anche sulla reputazione aziendale e quindi l'impresa avrà maggior interesse ed incentivo a comunicare la propria azione verso l'esterno attraverso lo strumento del report integrato, il quale cercherà di far convergere interessi divergenti nello stesso documento.

Tutto ciò dimostra che l'ambiente esterno o interno all'organizzazione è un elemento di contingenza fondamentale nella scelta di reporting integrato dell'impresa. I contributi accademici analizzati riflettono il fatto che promuovere la diversità negli organi decisionali può avere un impatto positivo sulla fornitura volontaria di informazioni olistiche, ciò migliora il coinvolgimento delle parti interessate e la performance di sostenibilità. Questo effetto è amplificato, dall'influenza dei sistemi legali e culturali che caratterizzano il Paese di origine dell'impresa, ma anche dalla presenza di elementi incentivanti di settore. Nonostante ciò, in seguito cercheremo di capire che, a causa dell'ampia discrezionalità decisionale a disposizione dei manager, non sempre elementi di tipo ambientale hanno un impatto sufficientemente forte da incidere sulle scelte manageriali, pertanto, sarà necessario individuare meccanismi aggiuntivi per indirizzare le scelte dell'esecutivo in questa direzione.

2.3. ELEMENTI DI COMPLESSITÀ ED EFFETTI SULLA QUALITÀ DEL REPORT

Grado di complessità dei report annuali in relazione a performance sociale e finanziaria

Nei paragrafi precedenti è stato analizzato come elementi di tipo istituzionale o di governance aziendale possano influire nella scelta di adottare lo strumento dell'IR. Tuttavia, non è stato ancora analizzato come determinanti di tipo organizzativo o settoriale influiscano sul *contenuto* del report stesso, infatti, oltre all'analisi dei determinanti, la letteratura esamina anche gli effetti della qualità e dell'attuazione dei rapporti integrati. In precedenza, è stato ribadito come il report integrato abbia come funzione essenziale quella di far convergere al suo interno informazioni finanziarie ma anche socio-ambientali, di conseguenza, si è compreso come questo documento permetta di rivolgersi a soggetti portatori di interessi differenti nei confronti dell'impresa. A causa della sua "multi-destinazione", il report integrato dovrebbe fornire informazioni utili a più parti interessate attraverso un linguaggio comprensibile non solo agli shareholder tradizionali, più esperti in linguaggio finanziario di tipo tecnico, ma anche a soggetti con conoscenze diverse, i cui interessi siano rappresentati all'interno del documento.

Attraverso uno studio di Ben-Amar e Belgacem (2018), si è cercato di comprendere quali elementi dell'agire manageriale abbiano un impatto rilevante sulla complessità del documento di relazione annuale. In base ai concetti proposti da differenti teorie, si va a presumere che se da un lato la teoria degli stakeholder spinge le imprese a maggior trasparenza ed a comunicazioni più semplici, dall'altro lato la teoria dell'agenzia considera l'effetto di interessi contrastanti che possono far sovrapporre l'interesse personale del manager a quelli delle parti interessate. Da questi opposti emerge l'esigenza di comprendere quali dei due effetti prevale al fine di garantire minor complessità al report.

Ben-Amar e Belgacem (2018) esaminano la relazione tra l'adozione di pratiche di responsabilità sociale d'impresa e la complessità sintattica della sezione di discussione e analisi del management nel rapporto annuale. Prima di procedere all'analisi dei risultati è possibile considerare che se l'entità organizzativa è orientata fortemente verso la sostenibilità e promuove azioni di responsabilità di tipo proattivo, allora possiamo presumere che anche i manager dell'impresa stessa si comportino in maniera etica e affidabile, promuovendo la divulgazione di resoconti finanziari più leggibili attraverso l'IR. Contrariamente, se l'impresa è poco incline ad un approccio socialmente responsabile allora anche i manager ne saranno lo specchio e pertanto tenderanno ad offuscare il comportamento organizzativo attraverso informazioni narrative complesse e di difficile lettura. Tuttavia, se invece vengono analizzati i differenti interessi in gioco, i manager possono impegnarsi in CSR opportunisticamente e utilizzare complesse informazioni narrative in una strategia di gestione delle impressioni (Ben-Amar, Belgacem 2018). I manager possono intraprendere iniziative correlate alla responsabilità sociale per dare agli stakeholder l'impressione che l'impresa sia impegnata nel bene sociale nascondendo la propria condotta o interesse personale attraverso complesse informazioni finanziarie scritte, in questo caso, la CSR viene utilizzata come strategia di consolidamento per compensare risultati finanziari insoddisfacenti e ottenere il sostegno degli stakeholder esterni a spese degli azionisti.

La complessità viene individuata come un indicatore della qualità delle comunicazioni fornite dall'impresa in quanto minore complessità, intesa in termini di lunghezza e leggibilità del documento, determina minori costi per gli investitori e gli stakeholder nell'interpretare le informazioni fornite. Sulla base di un campione di grandi aziende quotate alla Borsa di Toronto, i risultati di Ben-Amar e Belgacem (2018) mostrano che le relazioni sulla gestione sono difficili da leggere, infatti l'indice di leggibilità utilizzato nello studio indica che un lettore medio avrebbe bisogno di 16 anni di istruzione formale (un diploma universitario) per comprendere il rapporto annuale delle aziende considerate. La leggibilità viene infatti identificata attraverso

un indicatore di offuscamento, chiamato "Gunning Fog index", che individua il numero di parole complesse per frase. A peggiorare la comprensione della documentazione si aggiunge una lunghezza media di 19 226 parole. Inoltre, si rivela un'associazione positiva tra performance sociale aziendale e complessità testuale delle relazioni finanziarie, a dimostrazione che i manager possono utilizzare la complessità testuale per nascondere le informazioni negative alle parti interessate. Questa relazione di "offuscamento" risulta amplificata all'aumentare delle dimensioni dell'azienda, dal numero di segmenti di business, dall'età dell'azienda e dal ROE. Dai risultati di Ben-Amar e Belgacem (2018) emerge che essendo verificata l'ipotesi di divulgazione opportunistica, la quale indica che l'orientamento CSR è negativamente correlato alla leggibilità della comunicazione, allora prevale l'effetto generato dalla teoria dell'agenzia sull'effetto della stakeholder theory.

Da questa evidenza possiamo porre le basi per analizzare un'altra questione: le pressioni esterne derivanti dalle istituzioni o dalle parti interessate non sono sufficienti a garantire trasparenza e adozione dell'IR, tuttavia un effetto aggiuntivo complementare è realizzato dal CdA, nonostante ciò non è sufficiente. Per scardinare il problema della teoria dell'agenzia è necessario un impatto diretto sui responsabili nella realizzazione della comunicazione aziendale, al fine di legare l'adozione dell'IR, agli obiettivi di sostenibilità, ai manager responsabili dell'azione aziendale. È necessaria l'integrazione di queste tre parti per far sì che gli obiettivi di sostenibilità assumano un ruolo primario sugli obiettivi personali della dirigenza. Questa priorità può essere raggiunta solamente attraverso l'integrazione degli obiettivi di sostenibilità con la remunerazione dei manager, pertanto nel capitolo successivo analizzeremo come creare questa relazione e i benefici derivanti.

Complessità nel report integrato

Nel paragrafo precedente, è stato analizzato uno studio che cercava di comprendere quale relazione portasse ad una maggiore complessità della relazione sulla gestione annuale. In particolare, si è notato come una performance finanziaria

insoddisfacente induca i manager ad agire in maniera opportunistica, sfruttando i risultati di CSR ottenuti come giustificatore per la mancanza di soddisfacimento nel raggiungimento di obiettivi finanziari. In accordo con studi precedenti quali Li (2008), Lehavy et al. (2011) e Lo et al. (2017), le relazioni sulla gestione si sono dimostrate estremamente complesse da comprendere, pertanto ora analizzeremo se l'adozione dell'IR semplifica il linguaggio e quali elementi ne determinano questa condizione.

Per comprendere la leggibilità dei report integrati è stato analizzato uno studio esplorativo di Du Toit del 2017, lo scopo è valutare se i report integrati sono accessibili ai loro lettori e se sono in grado di creare valore per le parti interessate. L'analisi di leggibilità condotta viene realizzata su un campione basato su tutte le società quotate alla Borsa di Johannesburg per il 2015 e il 2016. La scelta di questo campione risulta estremamente interessante poiché già da prima della pubblicazione del Framework IR il Sudafrica ha optato per incentivare fortemente il requisito dell'IR per la quotazione di borsa, infatti, imponendo la regola "comply or explain" di fatto il report integrato è stato introdotto "quasi" obbligatoriamente, pur rimanendo formalmente volontario. Pertanto, ci si aspetta che in questo campione la qualità dei report sia superiore rispetto a Paesi di più recente adozione.

Come abbiamo visto in precedenza, la qualità di una comunicazione è considerata superiore se utilizza un linguaggio semplice, pertanto la complessità viene considerata un elemento di offuscamento che pregiudica la validità del report per i suoi utilizzatori. Nello studio di Du Toit (2017) è stato evidenziato che pur essendo il documento rivolto a una pluralità di soggetti, un ulteriore elemento di complessità è legato al fatto che la comunicazione tende a rivolgersi a lettori ritenuti "informati", ossia già in possesso di determinate nozioni e informazioni passate tali da indurlo a comprendere le comunicazioni attuali. Tuttavia, in questo modo viene perso di vista un punto fondamentale: la maggior parte degli stakeholder rimangono gli stessi e si tratta soprattutto di azionisti e istituzioni, pertanto se l'azienda intende attrarre nuovi

e diversi soggetti per aumentare la propria legittimità dovrebbe adottare un linguaggio comprensibile che non sconti la conoscenza di determinati concetti.

Ad oggi non è più solamente il grande azionista a voler agire per acquistare dei titoli, ma questo interesse si è diffuso anche verso soggetti singoli quali normali cittadini. Considerando questo aspetto, diventa importante tenere conto che nelle comunicazioni a cui faranno riferimento questi soggetti il linguaggio adottato deve considerare la lingua adottata e conosciuta dalla maggior parte della popolazione, ma anche il livello di istruzione medio del Paese. In Sudafrica la popolazione economicamente attiva (dai 25 ai 64 anni) ammonta a 25 milioni di persone, di questi individui il 68% hanno completato la scuola secondaria e il 12% hanno conseguito una qualifica post-secondaria, tuttavia solo il 10% dei cittadini utilizza l'inglese come prima lingua o lingua madre, nonostante questa sia la lingua commerciale del Sudafrica (Du Toit 2017). Allo scopo di facilitare il processo decisionale dei propri stakeholder, ciascuna impresa dovrebbe considerare questi dati, tuttavia, se l'interesse è rivolto a investitori internazionali, il linguaggio cambia. Per rafforzare questo concetto, Du Toit (2017) afferma che gli investitori stessi hanno dimostrato in precedenti studi di non utilizzare necessariamente i resoconti aziendali nelle loro decisioni di investimento, in quanto poco utili ed eccessivamente complessi. Le imprese devono adottare una scelta di linguaggio e individuare la comunicazione adatta sia a professionisti finanziari che stakeholder in generale, pertanto analizzeremo il "come" è stata integrata la segnalazione.

Du Toit (2017) sottolinea come il Sudafrica sia "un ambiente di ricerca unico, con le sue undici lingue ufficiali, le sfide nella fornitura di istruzione e l'ambiente politico turbolento", infatti, mentre la maggior parte dei Paesi cerca ancora di comprendere l'utilità del report integrato, in Sudafrica la maggior parte delle società quotate nella Borsa di Johannesburg (JSE) preparano già report integrati in quanto comprendono i reali benefici dell'integrazione delle informazioni in un contesto tanto complesso.

Du Toit (2017) ha individuato una correlazione tra il grado di leggibilità e il premio "Ernst & Young Excellence in Integrated Reporting Awards" per il 2015: i risultati

indicano che i report integrati delle società quotate sul JSE sono privi di leggibilità e che le aziende con report integrati meno leggibili hanno maggiori probabilità di essere premiate. Questo risultato concorda con quanto discusso in precedenza relativamente allo sfruttamento opportunistico delle pratiche di CSR, ossia che se vengono premiate relazioni analizzate e considerate come complesse ciò significa che non si viene ad un uso idoneo dello strumento dell'IR. Nello specifico, il reporting integrato aziendale dovrebbe mostrare in maniera trasparente gli impatti generati sui diversi capitali dall'agire organizzativo, tuttavia non è sempre così, ma anzi l'IR viene spesso usato come mezzo per legittimare l'azione organizzativa, cioè modellare il proprio aspetto per beneficiare di valutazioni positive da parte dei propri interlocutori. In quest'ultimo caso i report integrati sono semplicemente cerimoniali per mostrare le aziende nella migliore luce (Du Toit, 2017). Se le aziende utilizzano le informazioni nei rapporti pubblicati per *gestire le impressioni pubbliche*, possiamo dedurre che in questo caso la comunicazione sia meno trasparente, quindi più complessa, pertanto la scarsa comprensibilità può essere intesa come desiderio di manipolare il lettore. In aggiunta, possiamo presumere che se il report presenta eccessiva lunghezza, tecnicismi inutili o mancanza di pensiero integrato, contrariamente a quanto proposto dall'IIRC, allora questi sono da ritenere indicatori di complessità. L'IR non implica la comunicazione di maggiori quantità di informazioni, ma di informazioni di qualità migliore, inoltre si è creato nel tempo un pregiudizio per cui se vengono presentate in parte superiore informazioni positive allora può trattarsi di un tentativo di rendere meno evidenti le informazioni negative. Nello studio di Du Toit (2017) la leggibilità viene identificata come il principale indicatore di complessità ed è analizzata attraverso il Flesch Reading Ease, un indice la cui formula è basata su fattori di parola e lunghezza della frase. Con un punteggio di Flesch Reading Ease di 30 il documento è leggibile a livello universitario, mentre un punteggio superiore a 90 è leggibile da una quinta elementare. Tuttavia, questo genere di indicatori sono spesso criticati in quanto si ignorano caratteristiche quali sintassi, stile, formato, grafica e qualsiasi altro attributo non coperto dalla lunghezza

di parole e frasi, inoltre sono stati creati per altro scopo ossia valutare la complessità di libri per bambini. Nonostante ciò, questi indicatori sono ancora ampiamente utilizzati, poiché si tratta di un test oggettivo, di facile utilizzo e comparabile con altri testi (Du Toit, 2017). In aggiunta, l'autore considera altre misure di leggibilità, ad esempio l'uso di frasi attive e passive la cui scelta viene associata all'andamento dell'impresa, infatti le frasi passive sono più usate nel caso di andamento negativo. Concludendo, i risultati dimostrano una generale mancanza di leggibilità, indicando nel 2015 un valore del Flesch Reading Ease tra 0 e 30, indicativo di materiale molto difficile, adatto a titolari di un diploma post-laurea (ad esempio materiale scientifico). Nel 2016, la situazione appare migliorare ma la media complessiva rimane nei limiti superiori della categoria "difficile", ossia è richiesta una conoscenza pari ad un diploma universitario per comprendere il materiale. I settori Telecomunicazioni e Servizi di Consumo sembrano avere i report integrati più leggibili, anche se il livello è ancora molto vicino alla categoria di "Molto Difficile" (post-graduate), diversamente, i report più difficili da leggere provengono dai settori Beni di Base, Beni di Consumo, Industria e Sanità. Secondo la popolazione economicamente attiva del Sud Africa solo 3 milioni (12%) possiedono una qualifica post-secondaria e di questa parte solamente il 46% possiede una laurea, mentre il numero di coloro che hanno frequentato un corso di studi post-secondario può essere considerato trascurabile come percentuale della popolazione totale economicamente attiva (Du Toit, 2017). Inoltre, la lingua di comunicazione è l'inglese, nonostante si trovi solo al quarto posto come lingua nazionale. Questi dati dimostrano come il report integrato delle imprese sia eccessivamente formale e manchi di considerare i reali destinatari della propria comunicazione.

Nella Tabella 3 vengono riportati altri elementi indicatori della complessità e possiamo notare come la lunghezza sia maggiore nei settori che comunicano in maniera meno trasparente, lo stesso vale per l'indice di parole complesse, parole lunghe e parole "dure" (si tratta di quelle con più di tre sillabe o composte da due o più parole).

I risultati indicano un numero elevato di frasi passive a dimostrazione del tentativo di camuffare, attraverso complesse elaborazioni, dei risultati negativi.

	Average of Total words		Average of % complex words		Average of % long words		Average of % Fog hard words	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
Basic materials	48,157	43,469	28%	25%	45%	42%	20%	20%
Consumer goods	35,422	35,670	26%	25%	43%	43%	21%	20%
Consumer services	32,510	32,746	25%	25%	42%	42%	20%	20%
Financials	36,597	33,092	25%	26%	42%	42%	20%	20%
Healthcare	36,268	37,329	27%	27%	44%	45%	21%	22%
Industrials	32,835	33,848	26%	26%	42%	43%	21%	21%
Technology	36,298	36,743	26%	26%	42%	42%	20%	20%
Telecommunications	47,711	37,793	25%	25%	42%	41%	19%	20%

Tabella 3: Indicatori di complessità del report IR. Fonte: Du Toit (2017)

Questi risultati dimostrano che gli IR sono solamente uno strumento di facciata per modellare l'opinione pubblica, ma non sono realmente comprensibili per i destinatari interessati, inoltre appaiono inutilmente complessi anche per gli investitori istituzionali e gli analisti professionisti. A fronte di queste condizioni si potrebbe indicare come necessaria la predisposizione di linee guida più precise per la leggibilità da parte dell'IIRC, dal lato delle aziende, invece, queste dovrebbero indagare la percezione di utilità del report da parte dei propri utenti (Du Toit, 2017).

La tabella sinottica riportata di seguito riassume i contributi accademici analizzati nel presente capitolo con le teorie riferite all'impatto di diversi elementi sulla realizzazione del report IR (Tabella 4).

FATTORI DETERMINANTI	AUTORI	IMPATTO DELLE CONSIDERAZIONI FATTE SU IR
SISTEMA GIURIDICO	Mio e Venturelli (2012)	la qualità delle informazioni di sostenibilità obbligatorie è migliore nei Paesi di common law comunicazione migliore sulle variabili di sostenibilità per i settori "più a rischio"
	Jensen e Berg (2011)	l'IR è più probabile in Paesi con leggi più severe sulla protezione degli investitori i report integrati provengono più da Paesi con leggi di protezione dell'occupazione deboli
	Frías-Aceituno et al. (2013)	Paesi di civil law con meccanismi legali forti hanno maggiori probabilità di pubblicare IR
	García-Sánchez e Noguera-Gámez (2017)	il rapporto negativo tra IR e asimmetria informativa aumenta nei Paesi con forte protezione degli azionisti
ELEMENTI CULTURALI	Jensen e Berg (2011)	l'IR ha più probabilità di essere pubblicato in Paesi con valori razionali laici quali la responsabilità più elevati
	García-Sánchez et al. (2013)	Valori collettivisti e femministi aumentano la probabilità a divulgare informazioni integrate
	Vaz et al. (2016)	i valori collettivisti e femministi esercitano pressioni in grado di spingere verso la pubblicazione di IR
SISTEMA FINANZIARIO	Jensen e Berg (2011)	effetto negativo della concentrazione della proprietà nella qualità e quantità delle informazioni di sostenibilità
		l'IR ha maggiori probabilità di essere pubblicato in Paesi con un grado più elevato di orientamento al mercato
		l'impatto positivo generato da una maggiore dispersione della proprietà sulla pubblicazione di IR
SISTEMA ECONOMICO	Turcu (2015)	le società di Paesi a elevato livello di responsabilità aziendale nazionale e sviluppo economico hanno maggiori probabilità di pubblicare IR
	Jensen e Berg (2011)	Paesi più sviluppati con alti valori di sopravvivenza attribuiscono maggiore importanza al benessere, quindi alle informazioni socio-ambientali
ELEMENTI ORGANIZZATIVI	Frías-Aceituno et al. (2013)	la dimensione dell'impresa è direttamente collegata alla disponibilità di divulgare informazioni sulle azioni societarie
		la dimensione del CdA dimostra una correlazione positiva nell'integrazione delle informazioni e nella trasparenza
		con membri del consiglio senza potere esecutivo le probabilità di realizzare un integrated report aumentano

		la tendenza femminile a considerare congiuntamente gli interessi di più parti risulta avere un impatto positivo sull'IR
	Alfiero et al. (2018)	membri stranieri del CdA provenienti da Paesi più sviluppati del Paese delle imprese di cui fanno parte aumentano l'attenzione ai temi ESG
		la presenza di stranieri nel consiglio diventa rilevante solamente al raggiungimento di una certa soglia
		impatto fortemente positivo della presenza di donne sulla trasparenza e divulgazione
		la divulgazione volontaria aumenta con le dimensioni del CdA
	Prado-Lorenzo e García-Sánchez (2010)	relazione negativa tra dimensioni del CdA e divulgazione volontaria di informazioni
CARATTERISTICHE SETTORIALI	García-Sánchez et al. (2018)	CdA "forte" aumenta la propensione a divulgare attraverso l'IR
	Chen et al. (2017)	comportamenti ambientalmente responsabili aumentano in ambienti munifici e con elevata dinamicità;
		la complessità dimostra avere una correlazione negativa con responsabilità ambientale
		i manager sono meno incentivati comunicare informazioni in ambienti munifici e altamente competitivi
Frías-Aceituno et al. (2014)	l'IR è positivamente influenzato dalle dimensioni e dalla redditività dell'impresa e negativamente dal grado di concentrazione del settore	
ELEMENTI DI COMPLESSITÀ	Ben-Amar e Belgacem (2018)	l'orientamento CSR è negativamente correlato alla leggibilità della comunicazione con performance finanziarie insoddisfacenti
	Du Toit (2017)	se le aziende utilizzano le informazioni nei report per gestire le impressioni pubbliche la comunicazione risulta meno trasparente

Tabella 4: Elementi determinanti nella qualità e nella scelta di creazione IR. Fonte: elaborazione personale

CAPITOLO 3 - REMUNERATION E OBIETTIVI DI SOSTENIBILITÀ

3.1 PERFORMANCE AZIENDALI ED EXECUTIVE COMPENSATION

Struttura della remunerazione dei manager oggi: andamento e critiche

Dopo aver analizzato le potenzialità di elementi contestuali nella scelta e nella qualità delle comunicazioni integrate delle imprese, si è compreso che spesso tali elementi necessitano di un'azione congiunta per generare un effetto sufficientemente rilevante. Infatti, molto spesso gli interessi personali dei manager possono prevalere su scelte di tipo organizzativo, per questo motivo, è necessario tenere monitorati i problemi derivanti dalla separazione di proprietà e controllo attraverso l'adozione di un meccanismo di congiunzione di interessi divergenti.

Il ponte di unione tra gli obiettivi predisposti dall'organizzazione e quelli posti dal manager a se stesso è costituito dalla remunerazione, ossia il compenso totale riconosciuto al manager per il suo operato. In generale, è possibile distinguere la compensazione totale tra misure a breve termine, come lo stipendio annuale o il bonus, e le misure più a lungo termine le quali includono stock options, stock grant e altri requisiti. Negli ultimi anni, i pacchetti di compensi dei manager esecutivi sono stati pesantemente criticati dal pubblico per essere eccessivamente "gonfiati". In particolare, a partire dal 1997, i CEO hanno iniziato ad ottenere delle *compensation* molto più generose, ciò può essere dovuto alle tendenze rialziste del mercato borsistico del periodo o alla crescente diffusione di bonus, pacchetti azionari e fondi pensione agevolati (Hurt et al. 1998). Tuttavia, questa tendenza pare essere ancora ampiamente diffusa e sembra aver generato una crescente presunzione da parte dei manager a vedersi riconosciuta una remunerazione generosa anche a fronte di performance non particolarmente soddisfacenti. Per tale motivo, diventa sempre più difficile riuscire a legare la remunerazione alla reale prestazione ottenuta.

Ancora oggi, i piani di remunerazione sembrano essere focalizzati principalmente sul raggiungimento della performance finanziaria, mentre il legame con la performance di sostenibilità rimane ancora una prerogativa di poche imprese. Tuttavia, pare auspicabile pensare che se la sostenibilità è diventata un elemento imprescindibile

per le aziende di oggi, allora è fondamentale procedere con incentivi che focalizzino sul reale raggiungimento di questi obiettivi. La remunerazione dovrebbe essere legata ai risultati reali e non alle intenzioni, pertanto possiamo affermare che la credibilità aziendale tende ad aumentare se la remunerazione dei propri manager è direttamente legata al raggiungimento di obiettivi sociali e ambientali (almeno in parte). In base a queste supposizioni si ritiene plausibile credere che aziende ritenute più responsabili in termini socio-ambientali, siano più orientate alla creazione di un sistema di compensazione "sostenibile" che non preveda solamente tendenze rialziste. Tuttavia, dai dati scopriremo che l'evidenza empirica non è propriamente concorde con quanto appena affermato, infatti, già alla fine degli anni 90', Hurtt et al. (1998) riscontrano un elemento di correlazione negativa tra la predisposizione dell'impresa ad intraprendere investimenti socialmente responsabili e il modo di remunerare i propri CEO.

Nel 1995 negli Stati Uniti, i senatori Kennedy, Bingaman e Daschle proposero un'innovativa normativa che avrebbe avuto come obiettivo la definizione di azienda "socialmente responsabile" attraverso criteri quali la gestione dei dipendenti, la tipologia di investimenti e altre buone pratiche aziendali. Secondo questa definizione era possibile adottare due sistemi fiscali differenti in base alla classificazione ottenuta dall'impresa: si tratta di una tassa societaria a due livelli, in cui le aziende ritenute socialmente responsabili venivano tassate ad un'aliquota dell'11%, mentre le altre ad un tasso del 18%. Inoltre, viene introdotto per la prima volta un limite alla retribuzione dell'amministratore delegato della società a non più di 50 volte il dipendente a tempo pieno con lo stipendio più basso pagato dalla società. Se la compensazione del top management avesse superato il rapporto 50:1, sarebbe stata imposta una tassa incrementale del 7% (Hurtt et al. 1998). Questa nuova proposta legislativa nasce con la volontà di imporre maggiore responsabilità sociale ai manager anche nei confronti dei propri dipendenti, infatti il rapporto tra la remunerazione media di un CEO risultava in quegli anni 326 volte quello di un operaio. Questa impostazione legislativa viene utilizzata come base per l'analisi

condotta da Hurtt et al. (1998), tuttavia, applicando la definizione di “azienda responsabile” della proposta normativa ed effettuando un confronto con altre aziende “non socialmente responsabili”, si dimostra incoerenza ed emerge che in realtà gli amministratori delegati *responsabili* hanno compensi più elevati. Una possibile spiegazione può derivare dal fatto che “amministratori delegati di aziende socialmente responsabili sono ricompensati per guidare le loro imprese in un percorso socialmente responsabile”, oppure, altro motivo plausibile è che tali imprese tendono ad essere più grandi e pertanto premiano i loro amministratori delegati per la gestione dei rischi e delle responsabilità aggiuntive associate (Hurtt et al. 1998). Analogamente, Li et al. (2019) dimostrano che tendenzialmente i dirigenti tendono a giustificarsi per l’eccesso di compensazione esibendo una comunicazione ambientale migliore. Lo studio è stato condotto su un campione di società quotate nei settori altamente inquinanti della Cina dal 2010 al 2014. Gli studi di Hurtt et al. (1998) e Li et al (2019) dimostrano che nell’evoluzione ottenuta nel arco temporale tra questi, i manager impegnati in azioni di responsabilità continuano a vedersi riconosciuti compensi elevati e per mantenere legittimità nei confronti della pubblica opinione si giustificano con una comunicazione ambientale migliore. A fronte di questi risultati, appare evidente la necessità per le aziende sostenibili attuali di incorporare dei limiti alle proprie politiche remunerative, al fine di evitare di subire consistenti perdite reputazionali, ma anche di pregiudicare l’efficacia di una buona strategia di sostenibilità.

Legame tra remunerazione, performance finanziaria e performance socio-ambientale

Con riferimento alle tendenze appena evidenziate, possiamo notare come gli ultimi anni abbiano esibito un trend in aumento per quanto riguarda la remunerazione manageriale. Infatti, sembra essere di comune credenza che il problema principale-agente possa essere arginato attraverso un aumento dei livelli retributivi del manager interessato. A dimostrazione di questa tendenza Callan e Thomas (2011)

hanno evidenziato che la remunerazione media totale degli amministratori delegati è aumentata da \$ 850.000 nel 1970 a oltre \$ 9,4 milioni nel 2002.

Contrariamente a normali supposizioni, Callan e Thomas (2011) dimostrano che molto spesso l'intento di aumentare la lealtà del manager attraverso la remunerazione non è così efficace. Infatti, gli autori evidenziano come in precedenti studi accademici si sia evidenziato una relazione positiva tra remunerazione e performance, tuttavia emerge come questa sia una relazione debole e quindi spesso facilmente manipolabile. Ad esempio il meccanismo della *pay-for-performance* risulta indebolito in confronto all'attrattiva presentata dall'acquisizione di maggior controllo, infatti, le dimensioni dell'impresa possono esercitare un'influenza più forte sulle decisioni di un dirigente rispetto ai profitti dell'impresa, giacché con l'aumento dimensionale tende ad aumentare anche l'ampiezza di controllo e collateralmente anche la remunerazione monetaria. In queste circostanze, e con i problemi tipici della teoria dell'agenzia, diventa ancora una volta di estrema rilevanza il ruolo del CdA, il quale assume il potere di definire il pacchetto retributivo dei propri manager esecutivi e di monitorare le prestazioni di quest'ultimi.

Nello specifico, Callan e Thomas (2011) affermano che per comprendere se la remunerazione è effettivamente legata alle prestazioni dell'impresa, è necessario individuare l'effetto marginale delle variazioni di performance sul reddito esecutivo. Questo tipo di elasticità prende il nome di *pay-for-performance* e si è dimostrata come consistente ma debole, pertanto occorre comprendere quali sono gli elementi che portano ad indebolire tale legame e che, contrariamente, spingono sempre più i manager ad essere remunerati generosamente anche a fronte di performance finanziarie negative. Lo studio consente la considerazione di un ulteriore elemento rilevante: **la relazione tra performance finanziaria e performance di sostenibilità.**

Questa relazione viene considerata dagli autori congiuntamente alla relazione *pay-for-performance* per comprendere se il legame tra performance e remunerazione del manager ad essa correlata tende a rafforzarsi, infatti, abbiamo già precedentemente compreso come l'orientamento alla sostenibilità tenda a generare un impatto

positivo anche su risultati finanziari. In particolare, gli autori riescono a far confluire due filoni di letteratura differenti: da un lato i contributi accademici che analizzano la possibile relazione tra performance socio-ambientale e performance finanziaria, dall'altro studi che si focalizzano sul possibile legame tra remunerazione e performance finanziaria. Gli studi che correlano la CSR alla remunerazione dei dirigenti sono rari e sono emersi solamente di recente. Callan e Thomas (2011) indagano questa triplice concatenazione di relazioni attraverso un sistema a tre equazioni, che consente un'indagine più completa sul processo decisionale e sulle prestazioni aziendali, in particolare andando a considerare la performance sociale, la performance finanziaria e la remunerazione come *tre funzioni endogene e simultanee*. Le tre funzioni a sistema si basano su risultati accademici comuni relativi alla interrelazioni esistenti tra i tre concetti: la funzione che determina il compenso esecutivo considera al suo interno la performance finanziaria la cui influenza esiste nonostante limitata, ma anche la performance sociale, in quanto si considera il fatto che la remunerazione non è determinata solamente da elementi di reddito; analogamente, la funzione della performance finanziaria considera la dipendenza parziale dalla performance sociale e dalla remunerazione dell'esecutivo in quanto si riconosce che la remunerazione degli amministratori delegati e di altri dirigenti può influenzare direttamente le prestazioni finanziarie complessive dell'impresa; infine la funzione della performance sociale singolarmente ne riconosce l'ipotetica endogeneità e la parziale correlazione con la performance finanziaria e la remunerazione. In aggiunta, nelle equazioni vengono inserite variabili aggiuntive quali attributi rilevanti del consiglio di amministrazione o del singolo dirigente (età e sesso), la dimensione aziendale, il rischio sostenuto dall'impresa, il settore di appartenenza, misure di investimento e spese in pubblicità.

Le funzioni vengono analizzate su tre periodi temporali differenti per garantire maggiore robustezza all'analisi. Considerando questi ritardi temporali si va ad analizzare i possibili effetti della performance sociale sulla compensazione esecutiva, infatti, si ipotizza una duplice conseguenza su quest'ultima: l'investimento sociale

potrebbe avere effetti negativi al tempo presente in quanto va a ridurre in maniera diretta la performance finanziaria (è un'attività costosa) e indirettamente il compenso del manager, tuttavia nel lungo termine i benefici potrebbero portare ad un beneficio finanziario e anche ad un beneficio di tipo reddituale per il manager.

Queste premesse fanno emergere quanto lo studio di Callan e Thomas (2011) sia emblematico per i risultati che si intendono ottenere nel presente elaborato e riuscire a creare un collegamento tra obiettivi di sostenibilità e remunerazione. Dai risultati emersi si evince come valori quali il genere, l'età (intesa come stima dell'esperienza accumulata), le dimensioni aziendali e il compenso in termini di pacchetto azionario esercitino una certa influenza sul compenso del manager esecutivo. Nello specifico, questi elementi risultano avere un impatto positivo sulla compensazione, ad eccezione del pacchetto azionario che gli amministratori ricevono annualmente dalla società il quale risulta negativo. L'effetto negativo generato sulla compensazione da parte del pacchetto azionario fornito agli amministratori delegati da parte del CdA non risulta essere statisticamente significativo, ciò dimostra che non sempre il *board* è in grado di esercitare la pressione desiderata sui propri esecutivi. Contrariamente, gli elementi dimensionali stimati tramite indicatori, quali l'ammontare netto di vendite o il numero di dipendenti, risultano estremamente significativi e sembrano spiegare circa il 40% della variabilità della remunerazione. Per quanto riguarda l'elemento settoriale, anche questo risulta avere un impatto sulla remunerazione, in particolare amministratori delegati di imprese operanti nell'industria manifatturiera, all'ingrosso e al dettaglio avranno un compenso inferiore rispetto ai loro omologhi in altri settori. Un risultato chiave è dato dall'effetto diretto sulla compensazione generato dalla performance finanziaria aziendale, misurata tramite il ROS, il quale risulta positivo e statisticamente significativo. Contrariamente, l'effetto indiretto che opera attraverso la performance sociale attuale risulta negativo, tuttavia combinati i due effetti risultano avere un impatto generale positivo, in linea con altre ricerche (Callan, Thomas 2011). Gli autori approfondiscono stimando anche un valore di elasticità

della compensazione esecutiva rispetto al ROS di 0.016, dove il ROS risulta essere l'indicatore utilizzato per la performance finanziaria. Questo risultato risulta in linea con precedenti studi condotti sul tema, tuttavia appare più rilevante in quanto Callan e Thomas (2011) prevedono l'inclusione di una misura di CSR nella funzione di compenso esecutivo, elemento assente in quasi tutti gli studi di compensazione convenzionali. Inoltre, l'uso di un modello a tre equazioni riconosce l'endogeneità di compensazione, ROS e corporate social performance e ciò permette di considerare distintamente questi tre elementi pur mantenendo presente l'elemento di interrelazione che li lega.

Oltre all'elasticità dell'*executive compensation* relativamente alle performance aziendali attuali, viene testata anche un'elasticità di lungo periodo, la quale risulta per un valore di 0,015. Quest'ultimo valore suggerisce una differenza minima nel tempo per quanto riguarda l'elemento di relazione pay-for-performance, per tale motivo possiamo ritenere che i cambiamenti nel rendimento finanziario di un'impresa rappresentano solo una minima parte della variabilità nel compenso di un amministratore delegato. Tosi et al. (2000) stimano questa variabilità circa al 4%.

Altro elemento rilevante che emerge dai risultati di Callan e Thomas (2011) è che tutte le stime sulla corporate social performance (CSP) sono rilevanti e statisticamente significative, comprese quelle relative ai ritardi temporali stimati. La positività del parametro di CSP suggerisce che la compensazione dell'esecutivo tende ad aumentare all'aumentare delle prestazioni socialmente responsabili. In particolare, l'effetto dell'aumento di un'unità di CSP misurata in relazione ad una media del punteggio che va da -2 a +2 ottenuto per diversi indicatori positivi (quali comunità, corporate governance, diversità, relazioni con i dipendenti, ambiente, diritti umani e prodotto) o negativi (alcol, gioco d'azzardo, tabacco, armi da fuoco, militare e nucleare) risulta generare un aumento di \$ 6,4 milioni nel compenso a breve termine degli amministratori delegati. Questo numero appare estremamente significativo ma è da considerare il fatto che per ottenere un aumento di un'unità è necessario ottenere contestualmente un incremento significativo (un'unità) del

punteggio per gli indicatori positivi e un decremento per gli elementi di negatività. L'elasticità a breve termine tra la compensazione e la corporate social performance è stimata in 0,231, suggerendo che un aumento del 10% delle prestazioni socialmente responsabili genera un aumento del 2,31% nella remunerazione del CEO, che è un risultato ragionevole. Nel lungo periodo, l'elasticità analoga è stimata in 0.010, ciò dimostra che l'effetto generato dalla CSP sulla compensazione tende a ridursi in termini di magnitudine, infatti, l'influenza generata da ciascuna delle variabili CSP ritardate è negativa.

Analogamente a quanto fin ora affermato, possiamo testare l'effetto opposto generato dalla compensazione esecutiva e della performance sociale sulla performance finanziaria. Per quanto riguarda l'impatto diretto generato nel breve termine dalla compensazione sulla performance finanziaria, questo risulta essere diretto e positivo ma non statisticamente significativo, nonostante nel lungo termine venga testata un'elasticità del 1.281, in base alla quale un aumento del 10% del compenso provocherebbe un aumento del 12,81% del ROS. Relativamente al ROS, anche l'effetto diretto della CSP è positivo e statisticamente significativo, infatti un aumento di 1 punto della CSP risulta avere un impatto di 2,8 punti nel periodo successivo. Questo risultato viene confermato anche per quanto riguarda i ritardi, ciò permette di dimostrare che i benefici di un investimento aziendale in CSR superano i costi sostenuti, inoltre, può consentire il raggiungimento di economie di scala legate alla produzione di CSR, in base alle quali maggiori investimenti in sostenibilità innescherebbero un meccanismo di risparmio di costi che garantirebbe rendimenti finanziari più elevati. Inoltre, analizzando l'effetto indiretto che opera attraverso la funzione di compensazione, notiamo che emerge un effetto indiretto positivo del CSP attuale, mentre risulta un effetto indiretto negativo del CSP ritardato di uno o due periodi. Questi effetti ritardati risultano avere un elasticità di 0.094, ciò dimostra che la performance di responsabilità sarà più consistente nel determinare indirettamente la performance finanziaria tramite la compensazione solamente nel momento in cui avviene la realizzazione dell'investimento

responsabile. In aggiunta, Callan e Thomas (2011) evidenziano che le azioni di responsabilità attuate in passato dall'azienda hanno un impatto positivo sul livello attuale di CSP.

Lo scopo dell'analisi di questo studio porta ad evidenziare il risultato che il compenso attuale di un amministratore delegato genera un effetto diretto positivo e significativo sulla performance sociale aziendale dell'impresa. In base a questo risultato viene stimata un'elasticità di breve periodo di 0,499, la quale indica sia l'effetto diretto che quello indiretto tramite ROS generato dal compenso esecutivo sulla CSP. Questo valore implica che a fronte di un aumento del 10% dello stipendio e dei bonus del CEO, la CSP aumenterà del 4,99%. Contestualmente, l'elasticità di lungo periodo viene stimata a 3,872 (Callan, Thomas 2011). Questo divario emerso tra le due elasticità di breve e lungo periodo possono essere interpretate in base alla sensibilità da parte della CSP di un'azienda a modificare in maniera più rilevante il compenso del CEO su un orizzonte temporale tendenzialmente lungo. Un'altra osservazione è che l'attuale performance finanziaria di un'impresa non ha un effetto diretto statisticamente significativo sulla sua attuale performance sociale aziendale, anche se i risultati indicano che la causalità opposta sembra reggere; questo risultato sta ad indicare che la relazione performance sociale - performance finanziaria non è sempre simmetrica.

Concludendo possiamo affermare che i risultati ottenuti sono di estrema rilevanza, in quanto suggeriscono che l'investimento in sostenibilità ha un beneficio netto a breve termine che va a beneficiare il manager in termini reddituali in un arco temporale contestuale alla manifestazione dell'investimento di CSR. Tuttavia, nel tempo i benefici in termini di reputazione dell'azienda tendono a ridursi, pur rimanendo ancora in essere gli investimenti responsabili realizzati, ciò può essere dovuto ad una mancanza di riconoscenza da parte degli stakeholder dell'investimento sostenuto nei tempi addietro. Per tale motivo la remunerazione ai CEO per aver investito in comportamenti socialmente responsabili pare essere limitata al periodo iniziale in cui avviene l'investimento. Questo risultato ottenuto da

Callan e Thomas (2011) suggerisce la necessità di esplorare ulteriori elementi di compensazione di lungo termine al fine di disincentivare investimenti in sostenibilità “fittizi” che generino solamente apparenza nel presente a discapito di benefici sociali futuri. Inoltre, essendo presente una correlazione positiva tra performance socio-ambientale e performance finanziaria è necessario creare un legame più intenso al fine di rafforzare anche il legame tra compensazione e performance aziendale in generale. In aggiunta, il campione di Callan e Thomas (2011) riguarda il triennio 2003-2005 per un totale di 864 osservazioni, ad oggi risulta interessante comprendere se l'introduzione del Framework IR abbia agevolato tale connessione tra compenso esecutivo, rendimento finanziario e performance sociale. Lo scopo è esaminare se la remunerazione possa incentivare le decisioni di sostenibilità.

In un approfondimento successivo del 2014, Callan e Thomas analizzano se esiste un'evoluzione rispetto ai risultati precedenti della relazione CEO compensation, social performance e financial performance. In particolare, nella relazione tra i tre elementi considerati gli autori analizzano se esiste un impatto rilevante a seconda del sistema di misurazione della compensazione adottato. Come abbiamo analizzato in precedenza, la retribuzione del manager appare composta di diversi elementi, infatti, la maggior parte dei pacchetti di compensazione a livello esecutivo comprende quattro elementi: salario base, bonus annuale, opzioni su azioni e piani di incentivazione a lungo termine. Nella precedente analisi abbiamo visto come sia evidenziata la maggiore presenza di elementi di remunerazione a breve termine, successivamente, nel tempo si è manifestato uno spostamento parziale verso una remunerazione più basata sui risultati con orientamento a lungo termine (Callan, Thomas 2014). Se consideriamo questa evoluzione come uno spostamento del focus aziendale su più parti interessate e non solo sugli azionisti, possiamo presumere che il tentativo di estendere i bonus di remunerazione su un arco temporale più ampio sia realizzato appositamente per cercare di raggiungere benefici anche per soggetti diversi dai singoli investitori. Infatti, come abbiamo già evidenziato in precedenza, è

da considerarsi il fatto che investire in sostenibilità implica l'attesa di tempi più lunghi rispetto ad un semplice investimento finanziario, giacché i benefici sociali e ambientali tendono a manifestarsi su un orizzonte temporale più ampio.

Gli autori utilizzano lo stesso campione nel medesimo arco temporale e con lo stesso metodo usato in precedenza, allo scopo di evidenziare solamente la sensibilità dei risultati empirici a misure alternative di compensazione. Callan e Thomas (2014) optano per evidenziare tre distinte misure della compensazione dell'esecutivo:

- *Compensazione di breve termine*, la quale include stipendio annuale e bonus;
- *Compensazione totale*, la quale include retribuzioni, premi, altri compensi annuali (ad esempio personal benefit o rimborsi tasse), opzioni su azioni vincolate, piani di incentivazione a lungo termine, stock options, stock grant e tutte le altre remunerazioni;
- *Compensazione a lungo termine*, individuata come differenza tra compensazione totale e compensazione a breve termine.

La scelta di considerare queste differenti misure di paga ricade nel fatto che il tempo può influire sulla significatività statistica e sul grado di sensibilità delle relazioni tra compenso esecutivo, performance finanziaria, performance sociale e loro determinanti. Callan e Thomas (2014) stimano il sistema a più equazioni tre volte, ogni volta utilizzando una delle tre misure di compensazione. Queste diverse stime permettono di arrivare ad una conclusione importante. Innanzitutto, come visto nel precedente studio, l'effetto diretto della redditività d'impresa (ROS) sulla compensazione risulta positivo, inoltre, testando i vari effetti delle diverse misure remunerative sembra che questo collegamento positivo sia indipendente dalla misura di compensazione impiegata, nonostante risultino differenze quantitative. Analizzando più nel dettaglio emerge che la performance finanziaria in relazione alle diverse misure mantiene sempre un effetto positivo, tuttavia questo pare intensificarsi per la remunerazione a lungo termine, rispetto a quella a breve termine, e ancora maggiore risulta l'impatto con la compensazione totale.

Il modello di Callan e Thomas (2014), basato su equazioni a variabili endogene, permette anche di testare la presenza di effetti indiretti. Infatti, la performance finanziaria opera anche attraverso la performance sociale, in quanto inserita come variabile della rispettiva equazione, pertanto, possiamo notare che sul compenso l'effetto indiretto in questione è negativo per ciascuna delle misure di compensazione. Ciononostante, l'effetto complessivo della performance finanziaria sulla *executive pay* risulta positivo, a dimostrazione che l'effetto diretto risulta più significativo, e per il quale l'indiretto agisce come agente attenuante. In numeri, si evidenzia che un aumento dell'1% del ROS genera \$ 6100 nella misura di remunerazione di breve (stipendio e bonus), mentre lo stesso cambiamento genera più del doppio, circa \$ 14 900, nel lungo termine, e oltre tre volte tale importo, circa \$ 21 800, nella retribuzione totale (Callan, Thomas 2014). Questi risultati appaiono molto più vicini se considerati in termini di elasticità, come si può notare in Tabella 5.

Misure di compensazione utilizzate:	Breve termine	Lungo termine	Compensazione totale
SHORT-TERM			
ROSi _t	0.016	0.018	0.018
CSP7i _t	0.231	0.654	0.507
CSP7i _{t-1}	- 0.018	0.014	0.008
CSP7i _{t-2}	- 0.002	- 0.019	- 0.016
LONG-TERM			
ROSi _t	0.015	0.019	0.018
CSP7i _t	0.010	0.050	0.036

Dove: ROSi_t rappresenta il ritorno sulle vendite per l'impresa al tempo t; CSP7i_t è una misura indice della performance sociale aziendale dell'impresa formata da 7 caratteristiche qualitative per il periodo di tempo t, con definizioni analoghe per CSP7i_{t-1} e CSP7i_{t-2}.

Tabella 5: Valori di elasticità stimati per l'equazione del compenso esecutivo. Fonte: Callan, Thomas (2014)

Se da un lato abbiamo appena analizzato gli effetti generati dalla performance finanziaria sul compenso, dall'altro lato, possiamo considerare gli effetti della performance sociale su di esso. L'influenza del comportamento socialmente responsabile sulla compensazione esecutiva risulta statisticamente significativo per tutti i livelli di ritardo, indipendentemente dalla misura di compensazione testata. Come abbiamo visto nel precedente studio, per generare un aumento di un punto percentuale della performance sociale è necessario che ciascun parametro di tale prestazione aumenti di un punto, pertanto l'impatto che questo punto genererà sulla compensazione sarà molto più rilevante vista la portata dello sforzo richiesto. Per tale motivo, il valore positivo di ogni parametro di performance sociale significa che gli amministratori delegati le cui imprese sono più impegnate in azioni di responsabilità ricevono livelli più elevati di remunerazione nel periodo in concomitanza con l'attività stessa (Callan, Thomas 2014). In base a ciò, possiamo notare come l'impatto sia positivo nel breve periodo, tuttavia non è così per gli effetti ritardati (Tabella 5): l'effetto della performance sociale sulla remunerazione cambia con il passare del tempo e risulta negativo, a dimostrazione che la maggiore remunerazione derivante da un miglioramento prestazionale di tipo sociale non si estende nei periodi successivi, la causa potrebbe derivare dal fatto che sono gli stessi benefici per gli investimenti di CSR ad essere di breve durata.

È da chiedersi, quindi, se la CSR sia da ritenere come una forma debole di sostenibilità che limita i propri effetti ad un arco temporale breve, con benefici pressoché solamente di tipo reputazionale. Contrariamente, una forma di sostenibilità forte, pur richiedendo più sforzo finanziario e innovativo da parte dell'impresa, dovrebbe essere in grado di manifestare i suoi effetti in un arco temporale più ampio ma con una durata superiore alle semplici azioni di CSR. Per tale ragione i risultati fin ora ottenuti dagli studi di Callan e Thomas (2011, 2014) dimostrano come la remunerazione sia impattata da effetti opposti e divergenti in base al passare del tempo e alla tipologia di performance sociale o finanziaria considerata. In aggiunta, le diverse misure testate nell'ultimo studio considerato

dimostrano maggiore impatto di questi elementi prestazionali nella remunerazione di lungo periodo. Quest'ultimo assunto ci permette di fare delle considerazioni aggiuntive: se l'impatto in termini remunerativi risulta più rilevante nel lungo periodo, si potrebbe intendere tale concetto come fondamento per la creazione di un sistema di compensazione che tende a legare il manager a risultati di lungo periodo, in cui l'azione di sostenibilità forte manifesta i suoi benefici e nel cui raggio tendono a manifestarsi impatti più forti sulla remunerazione. Con tale considerazione la CSR si limiterebbe ad impattare la compensazione dell'esecutivo nel breve termine, ossia nel momento in cui l'azione si manifesta, tuttavia, l'adozione di azioni di sostenibilità forte porterebbe ad un coinvolgimento del manager sugli obiettivi di sostenibilità più forte e ad una pay-for-performance più realistica, soprattutto nel lungo termine.

Analogamente a quanto appena descritto, i risultati di Callan e Thomas (2014) esplorano anche le risultanze dell'effetto generato dalla remunerazione sulle performance. Sia per la performance finanziaria di breve che di lungo periodo, l'impatto della compensazione esecutiva è positivo, tuttavia le diverse misure di compensazione utilizzate risultano avere impatti differenti. In particolare, le misure di breve periodo sembrano avere un impatto positivo ma ridotto rispetto a quello generato da un pacchetto retributivo basato su misure di lungo periodo (l'impatto più elevato è logicamente generato dalla compensazione totale). Similmente, viene testata la reazione generata dal compenso esecutivo sulla performance sociale e questa risulta positiva anche per i ritardi, indipendentemente dalla misura di remunerazione utilizzata. Questo effetto positivo della compensazione dell'esecutivo sulla performance sociale risulta amplificato nelle variabili ritardate: l'elasticità di breve periodo comporta che a fronte di un aumento del 10% della paga del CEO si generi un aumento del 5% circa delle performance sociali; l'elasticità di lungo periodo prevede che un aumento del 10% della retribuzione del CEO genererà una risposta CSP compresa tra il 38,7% e il 47,2% (Callan, Thomas 2014).

Concludendo l'analisi di questo studio di Callan e Thomas (2014), possiamo affermare che esiste un reale legame tra remunerazione e performance finanziaria, sia che vengano testate misure di breve che di lungo termine. Inoltre, questo risultato viene confermato anche relativamente alla performance sociale, la quale influenza positivamente sia la remunerazione a breve che a lungo termine. Il problema dell'agenzia presentato in precedenza potrebbe pertanto trovare soluzione in un uso adeguato della compensazione dei manager, giacché si è rivelata dai risultati di Callan e Thomas (2014) una correlazione rilevante di questo con i risultati aziendali. Tuttavia, l'evoluzione del 2014 dei due autori ha dimostrato come la robustezza di questa relazione pay-for-performance si espanda nel lungo periodo. Quest'ultimo risultato è probabilmente legato al fatto che l'amministratore delegato deve affrontare un maggiore rischio di rendimento in termini di retribuzione nel lungo periodo, infatti, il pacchetto retributivo di lungo raggio si è dimostrato rappresentativo di circa i due terzi del compenso complessivo nel campione considerato. Elementi quali stock options e altri incentivi potrebbero costituire uno strumento potente per motivare i manager al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità.

Determinanti nazionali del legame executive pay - performance

In un recentissimo studio, Joubert (2019) analizza ulteriori specifiche di questo concetto relazionale tra performance aziendale e remunerazione esecutiva. Nei precedenti capitoli abbiamo evidenziato come elementi istituzionali possano influire nella scelta e nella qualità del report integrato; allo stesso modo possiamo notare come tali elementi siano in grado di influire anche nella relazione tra remunerazione e performance sociale. Come abbiamo visto, questa relazione (performance-remunerazione) risulta essere positiva e significativa anche nel lungo periodo, tuttavia con l'analisi di Joubert (2019) è possibile evidenziare come in alcuni ambienti nazionali questa relazione possa modificarsi. La retribuzione dell'esecutivo è per la

maggior parte definita da parametri aziendali, tuttavia esistono elementi quali la legislazione e le politiche retributive che pongono dei limiti a questa arbitrarietà.

Nuovamente, è possibile distinguere due tipologie di governo societario: quello anglo-americano le cui società considerate nel campione provengono da Stati Uniti e Canada, e quello europeo le cui società del campione provengono da Francia e Spagna (Jouber 2019). Nel modello di Jouber (2019) la performance di CSR viene stimata tramite l'uso di indicatori GRI e i dati coprono 1440 osservazioni nell'arco temporale 2010-2017. Come nel modello di Callan e Thomas, viene riscontrata da Jouber (2019) la presenza di una relazione positiva tra la paga del CEO e le iniziative di responsabilità sociale dell'impresa, inoltre, emerge un elemento rafforzativo di questo legame: *il livello di protezione degli investitori*. Infatti, come abbiamo visto per quanto riguarda la comunicazione attraverso *l'integrated report*, anche in questo caso l'elemento normativo svolge un ruolo estremamente rilevante, in quanto funge da limite alla discrezionalità manageriale e spinge l'esecutivo ad agire in maniera meno opportunistica.

Allo stesso modo di Callan e Thomas (2014), Jouber (2019) testa se differenti misure di compensazione incentivano o disincentivano la robustezza del legame *CSR - CEO pay*. In particolare, si evidenzia come tale legame appare rafforzarsi nel tempo e misure di compensazione di lungo termine, quali stock option e azioni vincolate, sembrano le più efficaci nella spinta verso un'azione più socialmente responsabile. Jouber (2019) prosegue identificando quali elementi di carattere istituzionale possano impattare in maniera significativa sulla relazione *CSR-CEO pay*. Nello specifico, il sistema istituzionale europeo dimostra minore sviluppo del mercato dei capitali ed una proprietà aziendale maggiormente concentrata, il che genera maggiori conflitti tra azionisti dominanti e di minoranza. Inoltre, i sistemi di governance europei appaiono come non orientati al mercato ed emergono partecipazioni azionarie incrociate tra aziende. Per tali circostanze, il sistema istituzionale europeo appare relativamente più debole rispetto a quello anglo-americano, il quale risulta più sviluppato nella protezione degli investitori e con

proprietà tendenzialmente più diffusa. In precedenza, abbiamo ribadito che una forte protezione degli investitori da parte del sistema legislativo tende ad incentivare azioni di responsabilità. In merito possiamo anche affermare, attraverso i risultati di Joubert (2019), che tale determinante implichi una maggiore trasparenza delle politiche retributive, pertanto si presuppone esistere una relazione positiva tra CSR e compensazione esecutiva in presenza di un regime di protezione degli investitori forte.

Andando oltre, è importante considerare che, come abbiamo già visto, non è sufficiente solamente l'elemento istituzionale per esercitare pressioni rilevanti sull'azione aziendale, ma intervengono altri elementi identificati in questo caso da Joubert (2019) quali la struttura della proprietà, la struttura del potere e la qualità del governo societario. Infatti, la *struttura proprietaria* può costituire un fattore determinante nell'analisi della relazione tra i premi del manager e la CSR, in particolare, la compensazione risulta efficace nell'incentivare l'adozione di azioni di CSR da parte del manager nel caso in cui la proprietà sia dispersa e siano presenti azionisti di tipo istituzionale all'interno del board. Analogamente, la *struttura di potere* interna all'impresa influenza positivamente la relazione compensazione-CSR nel caso in cui questa sia di carattere doppio, ossia si tratti di una struttura che separa il potere gestionale con il controllo. La combinazione di due funzioni nello stesso ruolo tende a mitigare la funzione di controllo e ad aumentare la compensazione del manager in maniera più indipendente rispetto alla realizzazione della performance. Per tale motivo, la predisposizione di una struttura di potere che mantenga la separazione tra controllo e proprietà incentiva una migliore azione di monitoraggio da parte dei membri del consiglio. Questo tipo di sistema gerarchico è tipico dei paesi anglo-americani, diversamente da quelli europei in cui si predilige una struttura monistica in cui i due poteri vengono assegnati agli stessi soggetti. In ultima analisi, si considera anche il *sistema di governance*, in quanto si presume che se la qualità del sistema è tale da mitigare il potere dell'amministratore delegato e

limitare comportamenti opportunistici, allora la relazione della compensazione con le azioni di responsabilità risulta positiva.

Con riferimento al legame performance-remunerazione sostenibile all'interno di specifici contesti nazionali, è stato osservato uno studio aggiuntivo di Velte (2016) il quale considera se una compensazione manageriale più sostenibile porta ad un miglioramento delle prestazioni ambientali, sociali e di governance (ESG). Lo studio è circoscritto al territorio tedesco in quanto viene considerato come il più sviluppato sistema europeo rappresentativo di una struttura a due livelli, pur rimanendo più debole del sistema anglo-americano, il quale risulta avere una struttura di vigilanza più stabile ed indipendente. Come appena descritto, il sistema a due livelli favorisce la riduzione dell'opportunismo manageriale in quanto garantisce una migliore funzione di vigilanza da parte del consiglio. In queste circostanze, pur rimanendo gli obiettivi di sostenibilità ancora poco integrati nella remunerazione esecutiva, Velte (2016) riscontra una capacità positiva da parte di questo elemento nel migliorare le prestazioni ESG. L'influenza di obiettivi di sostenibilità nella remunerazione basata sulle prestazioni viene considerata non solo per i manager esecutivi, ma anche per il consiglio di amministrazione in sé, infatti, Velte (2016) riscontra che l'integrazione di elementi non finanziari nella retribuzione dei membri del CdA ha a sua volta un impatto positivo sulle performance economiche, ambientali e sociali. Tuttavia, quest'ultimo risultato potrebbe essere legato al fatto che, a partire dal 2010, le società quotate tedesche devono attuare un sistema di remunerazione del management "sostenibile" come conseguenza della crisi finanziaria nel 2008/09 (Velte 2016). Pur rimanendo un obbligo normativo poco definito e limitato all'integrazione di elementi a lungo termine nella compensazione, tale elemento dimostra che ancora una volta la legislazione svolge un ruolo chiave, almeno per quanto riguarda il territorio europeo in cui non predomina ancora il sistema borsistico a proprietà diffusa, tipico dei Paesi anglosassoni.

Infine, osservando i risultati ottenuti da Joubert (2019) nel testare le ipotesi formulate, vediamo come si confermi un assunto estremamente rilevante:

indipendentemente dal contesto istituzionale, il compenso esecutivo consente di migliorare le pratiche di CSR, pertanto, livelli retributivi più generosi per i manager implicano spesso performance di sostenibilità migliori. Tale considerazione è da ritenersi valida per ogni misura retributiva, sia di lungo che di breve termine. In aggiunta, le caratteristiche nazionali svolgono un ruolo incrementale, infatti, le strutture istituzionali possono influenzare ulteriormente il comportamento stabilendo modalità di comportamento sanzionate o accettabili attraverso regole, valori e norme (Jouber 2019). In seguito alle caratteristiche istituzionali sopra descritte, i risultati evidenziano l'intensificarsi della relazione positiva tra CSR e paga dell'esecutivo, nei Paesi di matrice anglo-americana e vengono confermate le ipotesi relative agli elementi influenti di carattere istituzionale o di governance. In aggiunta, per quanto ottenuto da Velte (2016), possiamo affermare che lì dove non sia presente una cultura diffusa di protezione degli investitori, la legislazione svolge un ruolo fondamentale per incentivare le azioni di sostenibilità.

3.2 REMUNERAZIONE E OBIETTIVI DI SOSTENIBILITÀ

Aziende "sostenibili" e piani di remunerazione: l'integrazione esiste?

Nei paragrafi precedenti è stata evidenziata l'importanza di creare un legame tra performance finanziaria, performance di sostenibilità e compensazione dell'esecutivo. Tuttavia, è emerso come questo legame sia influenzato da diversi elementi e come molto spesso i benefici di azioni socialmente responsabili mantengano un legame con il manager per un arco temporale relativamente breve, pur restante un'influenza maggiormente positiva sul legame di lungo periodo tra remunerazione e obiettivi. Per tale motivo, abbiamo considerato la possibilità che creare piani di remunerazione di lungo periodo sia efficace lì dove le azioni di sostenibilità siano particolarmente forti e manifestino i loro effetti differiti nel tempo. Nonostante i benefici che deriverebbero per gli obiettivi aziendali dal rafforzare

questa relazione, sono ancora poche le imprese che realizzano realmente un piano di remunerazione basato su obiettivi di sostenibilità.

Per analizzare lo stato di utilizzo da parte delle imprese di obiettivi di sostenibilità nella remunerazione dei manager in relazione ad elementi nazionali, settoriali e organizzativi, si è analizzato uno studio di Maas e Rosendaal (2016). Gli autori considerano un campione di 490 imprese quotate di 11 paesi e di diversi settori, delle quali viene valutato l'utilizzo di obiettivi relativi alla sostenibilità specificati per tipologia (a breve e lungo termine) e contenuto (ambientale, sociale o una combinazione di entrambi).

Nello scenario attuale, la strategia di sostenibilità risulta un fondamento del core business aziendale, tuttavia sono poche le aziende che hanno sostituito il sistema pay-for-performance "finanziaria" con uno di tipo pay-for-performance sostenibile. Infatti, una remunerazione basata sul raggiungimento di obiettivi di natura finanziaria è stato il principale tentativo per ridurre i problemi legati alla teoria dell'agenzia. Tuttavia, i CEO di aziende di successo per quanto riguarda il raggiungimento di programmi socio-ambientali, sembrano aver compreso come questo tipo di strategia organizzativa sia essenziale per uno sviluppo sostenibile che crei benefici di carattere finanziario e non. Pertanto, il legame con obiettivi meramente finanziari non è più sufficiente ad allineare gli interessi dei manager con i diversi stakeholder.

Per i motivi appena illustrati, Maas e Rosendaal (2016) identificano le caratteristiche degli obiettivi di sostenibilità: gli obiettivi devono riguardare questioni ambientali e sociali o una combinazione di queste, inoltre, tali obiettivi vengono considerati su due periodi temporali in base al momento in cui si manifesterà l'ottenimento del premio. Nello specifico, gli obiettivi sociali riguardano salute, sicurezza, coinvolgimento dei dipendenti, soddisfazione del cliente, diversità e coinvolgimento della comunità. Diversamente, gli obiettivi di carattere ambientale riguardano l'efficienza energetica, le prestazioni ambientali e gli eco-prodotti. Per quanto riguarda la terza categoria, intesa come combinazione delle prime due categorie, troviamo obiettivi sostenibili quali salute, sicurezza e ambiente, stakeholders,

posizione in talune classifiche di sostenibilità, reputazione e responsabilità sociale delle imprese. L'aggiunta della distinzione tra obiettivi di breve (a un anno) e lungo termine (a più anni) consente di motivare l'esecutivo in base a specifiche caratteristiche dell'obiettivo. Infatti, *se l'obiettivo di sostenibilità presenta caratteristiche per le quali vedrà manifestarsi i risultati nel lungo periodo, è fondamentale conservare anche i benefici di tipo economico del manager per il momento in cui gli effetti dell'investimento realizzato si manifesteranno*. Così facendo, sarà possibile mantenere il reale legame tra performance e remunerazione, anziché basare il premio solamente sulla decisione presa invece che sull'obiettivo raggiunto.

I risultati ottenuti da Maas e Rosendaal (2016) appaiono estremamente significativi in quanto dimostrano che nel 2010 in media il 33% delle imprese utilizzava obiettivi di sostenibilità all'interno del sistema di remunerazione manageriale. Questa percentuale cambia in relazione al Paese dell'impresa considerata; la Tabella 6 illustra gli 11 Paesi considerati nel campione con le percentuali di adozione di tale sistema remunerativo.

Paese di origine	% Adozione
Australia	56%
Canada	55%
Regno Unito	37%
Norvegia	30%
Paesi Bassi	28%
Stati Uniti	28%
Danimarca	20%
Francia	20%
Germania	20%
Svezia	7%
Finlandia	0%
Totale	33%

Tabella 6: Frequenza obiettivi di sostenibilità nella remunerazione specificata per Paese.
Fonte: Maas, Rosendaal (2016).

Per quanto riguarda la categoria di obiettivi di sostenibilità più diffusa all'interno dei pacchetti di remunerazione, possiamo notare che gli obiettivi sociali sono maggiormente adottati rispetto agli obiettivi ambientali. In particolare, il 23% delle imprese del campione si concentra solamente su obiettivi sociali, mentre gli obiettivi ambientali singolarmente vengono adottati solo da una piccola percentuale (3%) e gli obiettivi in forma combinata vengono adottati dal 16%. La restante parte non adotta alcun obiettivo di sostenibilità nella remunerazione manageriale. Per evidenziare le differenze di adozione all'interno di ciascun Paese, si

riporta che Australia, Canada, Stati Uniti e Germania sono gli unici ad esibire una maggior diffusione di obiettivi sociali all'interno dei propri sistemi di compensazione esecutiva. Si può notare che i Paesi che hanno optato per tale scelta sono perlopiù coloro i quali hanno esibito una maggiore diffusione nel proprio territorio nazionale dell'adozione di tale pratica di remunerazione. Per quanto concerne i restanti Stati, possiamo riportare che questi presentano uguale distribuzione tra l'adozione di obiettivi sociali o di tipo combinato (Maas, Rosendaal 2016).

Proseguendo nell'analisi, si identifica che delle imprese che adottano obiettivi sostenibili nella remunerazione, una maggioranza del 80% opta per obiettivi a breve termine. Solamente una piccola parte sembra prediligere piani di compensazione "sostenibile" a lungo termine (solo 7 imprese su 490). In totale, le imprese che adottano solamente obiettivi di lungo termine o obiettivi sia di lungo che di breve termine sono meno del 5%. Le aziende che adottano obiettivi di lungo termine provengono da Australia, Germania, Paesi Bassi e Stati Uniti; tutte le altre prediligono solamente obiettivi di breve termine. Per quanto riguarda gli obiettivi più utilizzati, la soddisfazione del cliente è di gran lunga il target più frequentemente utilizzato dalle imprese, soprattutto nel breve termine. Nel lungo termine, invece, il coinvolgimento dei dipendenti è il più comunemente incluso.

A completamento dello studio, Maas e Rosendaal (2016) evidenziano il livello di diffusione degli obiettivi di sostenibilità nelle pratiche retributive in base al settore. Le aziende del campione provengono per la maggior parte dal settore finanziario (23%) o dei beni di consumo (19%), tuttavia, le imprese con un utilizzo più massiccio di pacchetti retributivi che sfruttano obiettivi di sostenibilità appartengono alle cosiddette "industrie sporche". Infatti, come abbiamo discusso parlando della diffusione del report integrato tra l'industria, si è notato che i principali adottanti provengano proprio da imprese del settore petrolifero o dell'energia, settori entrambi ritenuti estremamente pericolosi per gli impatti ambientali generati. Anche in questo caso, tali industrie si posizionano tra le prime nell'adozione di pratiche di sostenibilità nella remunerazione manageriale, con un tasso di circa 65% per i settori

delle public utilities ed energetico. Tuttavia, possiamo ritenere controverso il fatto che essendo imprese altamente inquinanti non puntino su una remunerazione maggiormente focalizzata su obiettivi ambientali, ma lì dove l'integrazione avvenga questa tende a basarsi maggiormente sull'uso di obiettivi sociali.

A fronte di questi risultati ottenuti da Maas e Rosendaal (2016) possiamo evidenziare come l'adozione di obiettivi di sostenibilità nei sistemi di compensazione manageriali sia ancora relativamente bassa, inoltre, i target ambientali risultano ancor meno diffusi dei target sociali. Con ciò si può presumere che nel momento temporale considerato dagli autori la diffusione delle pratiche di sostenibilità non fosse ancora così diffusa. Infatti, il campione considerato da Maas e Rosendaal (2016) fa riferimento alle relazioni annuali aziendali dell'anno 2010, anno in cui non era ancora stato costituito il Framework IR. Auspicando che tale documento abbia sortito un effetto rilevante nel modo di agire aziendale, possiamo sperare che tale situazione sia in fase di mutamento e che si sia manifestata una maggiore adozione degli obiettivi di sostenibilità nelle pratiche di remunerazione. Inoltre, giacché gli obiettivi sono principalmente di tipo sociale, e soprattutto focalizzati sui dipendenti e sui clienti, si può presumere che ci sia ancora un vasto interesse all'opinione pubblica, più che sui reali vantaggi generati per gli stakeholders dall'agire aziendale. In aggiunta, se osserviamo che principalmente gli obiettivi di sostenibilità, li dove vengono adottati, riguardano orizzonti temporali brevi per la manifestazione del premio, possiamo ritenere che vi sia ancora una scarsa consapevolezza del reale concetto di sviluppo sostenibile. Infatti, occorre distinguere CSR da *shared value*, quest'ultimo risulta essere un concetto più ampio che considera la propria manifestazione di effetti su un orizzonte temporale lungo, richiede sforzi di tipo economico e organizzativo più consistenti, ma genera benefici più duraturi che vanno oltre i confini aziendali, andando ad avvantaggiare una moltitudine di soggetti tra cui dipendenti, azionisti e manager stessi. Come suggeriscono Maas e Rosendaal (2016), il fatto che a prevalere siano obiettivi di sostenibilità a breve termine è in linea con l'opinione che i dirigenti preferiscano premi in denaro a premi

azionari, nonostante per la performance aziendale questi risultino meno efficaci. Infine, le specifiche relative al settore evidenziano come la sostenibilità sia anche un concetto evolutivo, nel senso che molto spesso pressioni da parte della pubblica opinione esercitate per un certo periodo di tempo portano le imprese ad agire per migliorare la propria posizione, nonostante l'impatto ambientale e sociale generato dalla natura dell'attività svolta (ad esempio nel caso delle industrie "sporche").

Relativamente ai risultati ottenuti dalle specifiche nazionali, possiamo notare come Australia e Canada si siano dimostrate più evolute nell'adozione di pratiche di sostenibilità nei pacchetti retributivi, contrariamente ai Paesi scandinavi che invece risultano ancora indietro. Tale risultato appare in contrasto con quello ottenuto relativamente alle pratiche IR, in base al quale i Paesi scandinavi si erano rivelati più propensi ad una disclosure trasparente ed integrata. Questa differente evidenza suggerisce come l'Europa sia più emancipata per quanto riguarda la comunicazione e la diffusione di obiettivi di sostenibilità, soprattutto grazie anche al ruolo della normativa europea relativa alla comunicazione di carattere non finanziario. Tuttavia, Paesi più autonomi dal punto di vista politico, quali Australia e Canada, appaiono più interessati ad una limitazione dei compensi manageriali e ad una reale integrazione con le pratiche di sostenibilità, nonostante non si posizionino ai massimi livelli per quanto riguarda le classifiche di sostenibilità. Una possibile conclusione potrebbe relazionare il fatto che l'Europa, con i Paesi scandinavi ritenuti tra i più sostenibili al mondo, sia in realtà formalmente impegnata nello sviluppo sostenibile, ma che tuttavia i manager non siano ancora pronti ad agire per legare i propri redditi ai risultati socio-ambientali aziendali. Concludendo, possiamo credere che nei Paesi anglosassoni in cui sono presenti mercati di tipo liberale più sviluppati, la sostenibilità adottata relativamente anche alle pratiche di remunerazione sia di tipo esplicito, cioè incentivata su forma volontaria dalle imprese in sé per migliorare la propria performance e combinare responsabilità socio-ambientale con valore economico-aziendale. Diversamente, in Paesi di matrice europea, maggiormente

coordinati da pratiche istituzionali, la sostenibilità tende ad essere di tipo implicito, ossia più come risposta a requisiti obbligatori.

Strumenti di integrazione

Nel paragrafo precedente, ci si è chiesto quale sia il livello attuale di diffusione nelle imprese di sistemi di remunerazione che integrano obiettivi di sostenibilità. Come abbiamo visto, la diffusione è ancora abbastanza ridotta, e anche lì dove viene a crearsi tale collegamento, questo risulta perlopiù per obiettivi di breve termine e di carattere sociale. Per tali risultati riscontrati in letteratura, possiamo supporre che anche qualora questo legame tra CEO compensation ed obiettivi di sostenibilità esista, diventa fondamentale capire quali strumenti utilizzare per rafforzare tale collegamento.

Sahakians (2017) realizza un'indagine sul concetto di *socially responsible executive pay*, attraverso il quale identifica la situazione tedesca e svizzera come esemplari in questa pratica a livello europeo. In particolare, la Svizzera procede promuovendo il voto popolare contro un'eccessiva remunerazione esecutiva e la Germania nel 2010 introduce il concetto che il sistema di remunerazione delle società quotate deve mirare allo sviluppo sostenibile. Un ulteriore strumento di recente adozione in alcuni contesti nazionali è quello di "say-on-pay". Questo concetto fa riferimento alla possibilità per i consigli di amministrazione di adottare il voto anche per la decisione del compenso esecutivo, il che risulta utile per porre dei limiti a premi eccessivamente alti. Questi esempi riportati da Sahakians (2017) sono rappresentativi di *strumenti istituzionali* di tipo legislativo che incentivano le imprese ad adottare pratiche di remunerazione più sostenibili. Infatti, come abbiamo ribadito, la legislazione è fondamentale nel favorire l'integrazione tra sostenibilità e remunerazione, soprattutto se viene evidenziata una relazione positiva tra questi elementi. La legislazione consente l'attivazione di un processo di isomorfismo positivo, che porta le imprese ad allinearsi a talune pratiche organizzative per adattarsi alle normative, tuttavia, anche elementi di carattere aziendale possono

spingere le imprese ad adottare comportamenti simili, soprattutto se le imprese pioniere sono definite "leader". In base a quest'ultima considerazione, possiamo presumere che l'adozione da parte delle migliori imprese in termini di politiche sostenibili, porti altre imprese a seguire tali comportamenti generando un processo ciclico positivo per ambiente e società. Secondo quanto appena affermato, abbiamo ragione di credere che questi comportamenti sostenibili siano intrapresi dall'impresa solamente lì dove sia presente un nucleo manageriale coinvolto in tali pratiche, per questo i pacchetti remunerativi svolgono un ruolo estremamente importante.

Successivamente, non sono da escludere come rilevanti altri strumenti atti a favorire l'integrazione di sostenibilità e remunerazione. Ad esempio, Sahakiants (2017) propone lo strumento della **Balanced Scorecard** per progettare una compensazione esecutiva socialmente responsabile. Un elemento fondamentale della retribuzione risulta essere il sistema di valutazione e misurazione della performance, la quale se inadeguata potrebbe generare problemi di opportunismo o mancanza di adeguata motivazione. Per migliorare la qualità della gestione delle prestazioni esecutive, l'uso di indicatori relativi alla sostenibilità potrebbe essere utile. Un sistema per gestire questi indicatori e i relativi standard di performance è la Balanced Scorecard sviluppata da Kaplan e Norton riadattata per gli obiettivi di sostenibilità. La Balanced Scorecard considera differenti prospettive, definendosi come uno strumento di controllo che va oltre il solo aspetto finanziario, infatti, considera quattro principali serie di misure di performance: prospettiva finanziaria, prospettiva dei clienti, prospettiva dei processi interni di business e prospettiva dell'innovazione e apprendimento. Per ciascuna di esse vengono identificati degli obiettivi e delle rispettive misure, pertanto, se l'obiettivo sarà quello di collegare gli obiettivi alla compensazione esecutiva si tenderà ad utilizzare KPI correlati. La creazione di una Balanced Scorecard sostenibile non considera l'aggiunta di nuove prospettive ma comporta soltanto l'aggiunta di obiettivi sociali e ambientali alla mappa strategica, sulla quale poi basare la remunerazione del manager.

Linee guida UN Global Compact per l'integrazione di obiettivi ESG

In ultima analisi, possiamo considerare un altro strumento utile a misurare le performance di sostenibilità dei manager e su tali misure basare la propria remunerazione. Lo strumento in questione è costituito dagli standard GRI. Infatti, uno dei temi principali del presente studio è l'integrated reporting, ossia una pratica di realizzazione di dichiarazioni ad ampio spettro, che considerino elementi finanziari, ambientali e sociali. Questo strumento, tuttavia, non si limita alla semplice realizzazione di un documento conforme alle richieste d'informazione presentate da diversi stakeholder, ma si basa su principi guida che considerano anche il concetto di remunerazione sostenibile. Infatti, all'interno delle linee guida IR viene indicato che il report deve fornire informazioni dettagliate del modo in cui la struttura di governance crea valore nel tempo, ciò prevede di illustrare anche il collegamento esistente tra retribuzioni e la creazione di valore nel breve, medio e lungo termine, tra cui anche la considerazione del collegamento di tali aspetti e l'effetto generato sui capitali (clausola 4.9). Inoltre, il Framework IR definisce gli standard GRI come gli indicatori più adatti nel misurare le performance aziendali e introduce la possibilità di utilizzare tali strumenti come obiettivi da collegare alle remunerazioni manageriali. Nello specifico, l'organismo internazionale GRI ha di recente redatto un documento per favorire l'integrazione di SDGs, ossia i 17 *Sustainable Development Goals* introdotti nel 2015 dalle Nazioni Unite per il programma di sviluppo sostenibile da raggiungere entro il 2030, e indicatori della serie G4. Tra questi troviamo l'obiettivo otto, *"promote sustained, inclusive and sustainable economic growth, full and productive employment and decent work for all"*, il quale viene reso realizzabile attraverso la definizione di indicatori di performance GRI (GRI, United Nation Global Compact, WBCSD, 2017). Tra gli indicatori proposti troviamo alcuni specifici per l'occupazione, per taluni settori industriali (ad esempio Oil and Gas), per l'utilizzo di materiali, per migliorare la salute e sicurezza sul lavoro, oppure relativi ad inclusione, temi sociali o parametri ambientali. Ciascuno di questi potrebbe essere adeguatamente implementato nella strategia di remunerazione pensata dall'impresa

in quanto specifici e individuati da un organismo internazionale con autorità competente ad incentivare l'utilizzo in maniera tale da favorire il confronto tra settori e nazioni. In aggiunta a questo documento, viene realizzato da parte dell'organo internazionale Global Compact LEAD, in collaborazione con Principles for Responsible Investment (2012), un quadro d'insieme di linee guida specifiche per l'inclusione di questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) nella remunerazione manageriale e del personale dipendente. Nel documento si riportano alcuni casi esemplari di aziende che hanno raggiunto risultati positivi in termini di sostenibilità, ma anche di redditività, attraverso il coinvolgimento e l'assorbimento dell'etica dell'agire sostenibile all'interno dei compensi sia manageriali che dei dipendenti. Tuttavia, pare emergere come tali risultati siano perseguiti da aziende che realizzano piani di sostenibilità da diverso tempo, pertanto si presume che il percorso di integrazione sia efficace solamente a fronte di una strategia di sostenibilità già ampiamente diffusa e interiorizzata da parte dell'organizzazione. Le aziende considerate nei cases sono: Stockland, Intel, National Australia Bank Limited, Eskom, BHP Billiton, DSM, Alcoa, Agrium Inc.

Nel contesto attuale in cui i manager esecutivi si vedono riconosciuti premi per risultati raggiunti solo in parte, i Principi dell'investimento responsabile supportati dall'ONU e dal Global Compact LEAD (una piattaforma di leadership all'interno del Global Compact delle Nazioni Unite) hanno discusso la fattibilità e l'efficacia delle pratiche aziendali sostenibili nella gestione esecutiva degli schemi di incentivi. I punti di orientamento forniti si basano su tre principali aree di discussione emerse durante il dialogo con azionisti e aziende:

1. Identificare le metriche ESG appropriate per ciascuna azienda;
2. Collegare queste metriche ai pacchetti di pagamento dei dirigenti;
3. Fornire una divulgazione di alta qualità su tali pratiche.

Relativamente al primo tema possiamo evidenziare una serie di raccomandazioni; prima fra tutti emerge la necessità di utilizzare un processo di identificazione delle metriche ESG chiaro. Il processo di identificazione si basa su diversi punti chiave:

innanzitutto, le misure ESG devono essere allineate con la strategia di creazione di valore a lungo termine; inoltre gli obiettivi e le relative misure sono specifici di ciascuna realtà organizzativa, ciò non esclude l'utilizzo di indicatori internazionali ma bensì l'adozione di parametri adeguatamente selezionati per le specifiche strategie di sostenibilità. In aggiunta, gli indicatori selezionati assumono più valore se individuati attraverso un confronto con i propri azionisti e le diverse parti interessate, in maniera tale da ottenere un supporto interno ed esterno. Gli obiettivi ESG dovrebbero considerare le aspettative future, pertanto, gli indicatori che ne misurano i risultati devono basarsi su elementi raggiungibili e lungimiranti, allo stesso tempo consentendo all'impresa di realizzare un confronto con altri contesti o mercati. Relativamente a quest'ultimo aspetto, risulta rilevante considerare che molto spesso l'uso di KPI specifici interni all'impresa risulta utile in quanto permette di misurare gli obiettivi ad hoc, tuttavia, ciò non consente un confronto con il mercato o con altre realtà nazionali. L'organismo GRI, infatti, punta alla diffusione dei propri indicatori a livello mondiale per garantire alle imprese maggiore comparabilità e standard predefiniti che non svalorizzano l'azione specifica dell'impresa, ma anzi ne incentivano il miglioramento attraverso parametri di benchmark. Gli indicatori e gli obiettivi di performance devono comunque tener conto di elementi legati al contesto locale, nazionale o sovranazionale in cui la società opera, ma anche delle condizioni economiche aziendali e dell'accesso a risorse e capitali.

Nell'identificazione delle metriche ESG da associare alla compensazione, le società dovrebbero garantire equilibrio, diversità e rilevanza. Infatti, analizzando il collegamento *ESG-compensation*, dal quadro emerge che tali obiettivi di remunerazione dovrebbero essere integrati considerando un orizzonte temporale in linea con la strategia. Se considerato quanto precedentemente affrontato nel presente studio, possiamo evidenziare come molto spesso ciò non accada: dagli studi accademici analizzati è emerso come, qualora gli obiettivi di sostenibilità vengano integrati, questi non risultino allineati con il target temporale definito dalla

strategia (Maas, Rosendaal 2016). Infatti, se consideriamo obiettivi ESG, notiamo che gli obiettivi di carattere ambientale hanno ad oggetto investimenti che tendono a manifestare risultati nel lungo periodo, soprattutto se l'azione di sostenibilità è proiettata alla generazione di "valore condiviso" e non semplicemente all'uso di un filtro di tipo *end of pipe*. Ciò nonostante, molto spesso i manager responsabili di tali investimenti vengono premiati su un orizzonte temporale breve, elemento che tende a dimostrare che il compenso tende a basarsi sull'intenzione e non sulla performance. Per tali considerazioni, il quadro di principi supportato dall'ONU incentiva alla definizione di un pacchetto retributivo basato sulla performance e la valorizzazione a lungo termine. In aggiunta, la compensazione dovrebbe essere soggetta ad adeguamenti discrezionali al ribasso da parte del comitato di compensazione, o del CdA, per tener conto di eventi inusuali o conseguenze indesiderate nonché di disposizioni di recupero (GRI et al. 2017). Nel quantificare le metriche ESG e misurare le prestazioni, il CdA può applicare un grado di discrezionalità chiaramente comprovato, ossia è possibile interpretare tale principio come la volontà di porre dei limiti al manager nel cercare di manipolare o raggiungere gli obiettivi a prescindere da qualsiasi condizione, ad esempio crisi aziendale o finanziaria dovrebbero attenuare l'aumento di premi per i manager, ciò finora non si è verificato neanche in concomitanza con la crisi finanziaria del 2008/2009. Il consiglio deve prestare attenzione anche al rischio di creare incentivi perversi o pacchetti di compensazione che non promuovono concretamente un approccio olistico verso una performance sostenibile.

Per concludere, la terza area identificata dal quadro coinvolge il tema della divulgazione, ossia la realizzazione di un documento che comunichi in maniera chiara gli obiettivi, il sistema di remunerazione e la strategia aziendale. Nei punti di orientamento forniti dalla PRI Association, dall'ONU e dal Global Compact LEAD, si evidenzia che la comunicazione fornita agli stakeholder su metriche e obiettivi dovrebbe essere chiara e coincisa. In merito, è da considerare l'utilizzo del report

integrato come lo strumento con maggiori potenzialità, in quanto adeguatamente pensato per questo uso.

Dopo aver descritto gli aspetti salienti del quadro di principi fornito dalla PRI Association, possiamo evidenziare alcuni elementi rilevanti dei casi riportati. Gli esempi riportati fanno riferimento a società impiegate nella sostenibilità da tempo, che hanno raggiunto ad oggi la posizione di *sustainability leader* nei rispettivi Paesi. Questo evidenzia come l'impegno in sostenibilità generi un vantaggio competitivo difendibile nel tempo. Analizzando gli elementi in comune delle società esemplari riportate, si riscontra la presenza di sistemi di vigilanza efficaci e talvolta consigli ad hoc per il controllo dei compensi (talvolta si riscontra anche la presenza di comitati per la sostenibilità). Infatti, poiché i fattori ESG potrebbero presentare delle difficoltà nella misurazione a causa dell'impatto non sempre quantificabile generato sulle prestazioni complessive dell'azienda, un organo aziendale specifico per la compensazione avrà l'onere di preservare la relazione pay-for-performance e salvaguardare il valore per gli azionisti. Ulteriormente, le aziende potrebbero optare per una divisione del consiglio che si occupi specificatamente del raggiungimento degli obiettivi ESG, a seconda del livello di esposizione di un'azienda o di un settore a tali fattori. In aggiunta, molto spesso le società presentate nei case study si dimostrano impegnate anche a legare in parte gli obiettivi di sostenibilità alla compensazione dei dipendenti a tutti i livelli. Infatti, a volte il legame tra remunerazione manageriale e obiettivi di sostenibilità può non essere sufficiente se i dipendenti non hanno interesse nel raggiungimento di target ESG. L'introduzione di una componente variabile o bonus per i dipendenti al raggiungimento di target di sostenibilità potrebbe essere un ulteriore elemento incentivante per l'implementazione e il raggiungimento della strategia.

Tra gli altri elementi in comune tra le società dei case studies, notiamo come queste abbiano una forte adesione alle pratiche di rendicontazione integrata, infatti, l'IR agevola la pratica di divulgazione delle informazioni identificando quelle ritenute

materiali per le parti interessate, utilizzando un linguaggio semplice ma che consente di realizzare un documento completo e chiaro.

Nei paragrafi precedenti è stato discusso il fatto che elementi di carattere istituzionale o culturale abbiano un impatto rilevante sulle scelte aziendali in materia di sostenibilità. Dallo studio di Maas e Rosendaal (2016) è emerso come Paesi più shareholder oriented con mercati finanziari più liberalizzati e attivi, le scelte aziendali siano più orientate verso la sostenibilità, pur restando il fatto che l'elemento legislativo ha un impatto rilevante soprattutto lì dove tali pratiche aziendali non sono così diffuse. Anche con riferimento ai casi aziendali riportati nello studio della PRI Association si riscontra questo elemento, infatti sei su otto dei casi aziendali presentati riguardano aziende provenienti da Paesi di matrice anglosassone (Australia, Stati Uniti, Canada). Invece, i restanti due casi riguardano Paesi in cui è presente una normativa forte in materia di integrated reporting e sostenibilità, nello specifico si tratta di Sudafrica (in cui il report integrato è caldamente incentivato dalle istituzioni al fine di rientrare nella quotazione di borsa) e dei Paesi Bassi (fanno parte dell'Europa in cui la diffusione delle pratiche di non financial disclosure e sostenibilità sono più diffuse grazie alla presenza della normativa UE).

Tra gli strumenti principalmente usati per consentire l'integrazione tra remunerazione e sostenibilità, la Balanced Scorecard (BSC) risulta la più diffusa tra quelli adottati dalle società, sia per quanto riguarda la compensazione dei manager sia per gli incentivi della forza lavoro. Le dimensioni utilizzate sono principalmente quattro, come nella BSC tradizionale, tuttavia prevale la dimensione finanziaria, in quanto elemento imprescindibile per il raggiungimento di qualsiasi strategia, tra cui anche quella di sostenibilità. Gli altri fattori inseriti come obiettivi della BSC sono principalmente legati a *stakeholder e clienti, persone e leadership, sostenibilità, salute e sicurezza*, i quali hanno complessivamente una ponderazione di circa il 40% sulla remunerazione di breve termine. Ogni dimensione tende a presentare tra i quattro e i sei obiettivi con rispettivi indicatori; gli obiettivi di tipo ESG tendono a legarsi a circa il 10%-20% della remunerazione a breve termine per i dipendenti e tra

il 40% e il 50% per i dirigenti. Tuttavia, la variabilità della quota di obiettivi ESG presenti nella remunerazione è ampia tra le aziende: si passa dal 15% di incentivi manageriali a breve termine legati a obiettivi di sostenibilità ad un massimo del 50%; ciononostante per la quota di remunerazione sostenibile di lungo, nei pochi casi in cui avviene, vi è maggiore stabilità ed una tendenza aziendale a stabilizzarsi intorno al 10-20%, tranne un caso in cui si arriva al 50%. Dire se questa quota della remunerazione sia rilevante oppure no è da valutare in relazione ai pari di settore e alla natura dell'attività svolta dalla società stessa. Dallo studio di Maas e Rosendaal (2016) abbiamo visto che solitamente questa potrebbe raggiungere una soglia di circa il 30%, tuttavia è da considerare che gli obiettivi di sostenibilità potrebbero essere raggiunti nel lungo periodo, pertanto una soglia del 30% potrebbe essere sufficiente nel breve termine. Nel tempo, i risultati finanziari tendono ad affievolirsi senza un reinvestimento continuo nelle attività, o almeno tendono a presentare beneficio in un arco temporale più breve rispetto alla sostenibilità, pertanto nel lungo termine gli obiettivi ESG dovrebbero avere un peso superiore nella remunerazione. Tuttavia, la BSC non presenta un meccanismo infallibile per un'adeguata implementazione della strategia di sostenibilità. Infatti, se ciascuno dei fattori della BSC viene valutato in maniera indipendente dagli altri, ossia i relativi obiettivi vengono ponderati e moltiplicati a seconda dei risultati raggiunti, ciò consente di raggiungere comunque grandi bonus anche qualora il manager o il dipendente esibisca buoni risultati solamente nelle categorie più pesanti, ossia tipicamente quelle finanziarie. Un approccio alternativo alla BSC prevede che si adotti una valutazione complessiva delle prestazioni, ciò garantisce che gli obiettivi non vengano ignorati e vi sia coinvolgimento da parte dei manager in tutte le dimensioni. In aggiunta, i pacchetti di compensazione tendono ad essere di breve termine, anziché di lungo. Infatti, gli incentivi di lungo periodo tendono ad essere meramente di carattere finanziario. Per quanto riguarda gli obiettivi legati alle classifiche di sostenibilità il più diffuso risulta il Dow Jones Sustainability, il cui posizionamento aziendale potrebbe legarsi alla remunerazione.

A fronte di queste condizioni, possiamo concludere con una proposta di analisi empirica. Nello specifico, si è compreso come l'integrazione tra obiettivi di sostenibilità e pacchetti remunerativi dia dei benefici, tuttavia questi potrebbero limitarsi ad orizzonti temporali brevi qualora la sostenibilità venga integrata per incentivi e piani a breve termine. Per tale motivo, nel capitolo successivo si prenderà in considerazione uno studio di Nigam et al. (2018) il quale considera i benefici e la situazione remunerativa in alcune aziende leader nei rispettivi settori e pioniere per le pratiche di sustainability. Sulla base della stessa metodologia di analisi si considera un campione più ampio e più recente allo scopo di verificare se le aziende *top sustainable* integrano la remunerazione con obiettivi ESG e la natura di questi obiettivi.

CAPITOLO 4 - IR E SUSTAINABLE TARGET: ANALISI

4.1 OBIETTIVI DELL'ANALISI

Definizione delle ipotesi

Nel tempo, le aziende hanno assunto sempre maggior adesione a programmi per lo sviluppo sostenibile e per ridurre il loro impatto sui cambiamenti climatici. Inoltre, la crisi post-finanziaria del 2008/2009, ha portato forti critiche agli elevati livelli di retribuzione dei dirigenti, i quali tendono a manifestarsi spesso indipendentemente dalle prestazioni. I danni reputazionali legati a tali critiche portano le imprese ad dover agire in questa direzione, al fine di evitare perdita di legittimità e manager inutilmente strapagati.

Collegare le prestazioni ambientali, sociali e di governance al pagamento manageriale può aiutare a mantenere una gestione esecutiva sostenibile nel tempo e focalizzata sulla creazione di valore nel lungo periodo. Tuttavia, i piani di remunerazione esistenti spesso non promuovono l'integrazione di obiettivi di sostenibilità, pena l'interesse sia delle società sia dei loro stakeholder. In aggiunta a questa situazione, la divulgazione fornita ad investitori e altre parti interessate tende ad essere eccessivamente complessa e ad inficiare la trasparenza della comunicazione. Grazie alla legislazione europea in materia di comunicazione non finanziaria e al contributo dell'IIRC, tali divulgazioni tendono a non limitarsi più a elementi finanziari ma portano le imprese a realizzare una comunicazione più trasparente che consideri tutti gli impatti generati sulle diverse tipologie di capitale. L'integrated reporting e la remunerazione "sostenibile" sono strumenti chiave per il perseguimento dello sviluppo sostenibile.

Fino ad ora si è analizzato l'impatto di sistemi normativi, culturali e di governance (CdA), non solo sulla comunicazione di tipo integrato, ma anche sull'identificazione di obiettivi di sostenibilità e loro integrazione nella remunerazione manageriale. Dall'analisi degli studi accademici abbiamo potuto notare che molto spesso l'integrazione di comunicazioni finanziarie, ambientali e sociali non è così efficace, anzi talvolta pare essere solamente uno strumento di facciata per acquisire

legittimità. Infatti, se la sostenibilità fosse realmente permeata in tutta l'organizzazione, abbiamo ragione di credere che l'organizzazione stessa voglia comunicare tale impegno e sfruttare tale sforzo per spingere i propri manager nella stessa direzione. La sostenibilità ad oggi tende a prendere due strade: conformazione legislativa o adesione a richieste della pubblica opinione al fine di raggiungere ed acquisire legittimità, indipendentemente dal reale carattere di sostenibilità dell'azione svolta. Per tali motivi, si propone un'analisi su un campione di 25 delle imprese più sostenibili, facendo riferimento ad un metodo di analisi utilizzato da Nigam et al. (2018).

La scelta di considerare imprese *top performer* nasce dal presupposto che essendo classificate come migliori in termini di sostenibilità, avranno pratiche socio-ambientali e remunerative avanzate e più attente ai temi ESG. Si cercherà di dimostrare che molto spesso anche le imprese classificate come *top sustainable*, non lo sono fino in fondo in quanto gli obiettivi legati alla remunerazione sono ancora largamente di tipo finanziario e qualora vengano considerati obiettivi di sostenibilità nella remunerazione, questi sono limitati a orizzonti temporali brevi. Gli obiettivi sostenibili adottati tendono ad essere di natura sociale, focalizzati su clienti e dipendenti, inoltre la loro integrazione nei piani di remunerazione risulta scarsa. L'obiettivo dell'analisi è individuare il livello di incentivazione di comportamenti sostenibili da parte dell'impresa, e pertanto individuare se le pratiche sociali e ambientali vengono utilizzate come uno strumento di legittimazione o come una reale consapevolezza strategica. Conseguentemente, si può ipotizzare che le **società top sustainable abbiano una buona integrazione della remunerazione con gli obiettivi ESG.**

Relativamente alla formulazione dei successivi obiettivi dell'analisi, possiamo ritenere che in base a studi accademici precedentemente analizzati le imprese tendano a limitarsi a orizzonti temporali brevi nell'integrazione degli obiettivi e che questi siano prevalentemente di carattere sociale. In aggiunta, secondo le analisi condotte sul report integrato, possiamo ritenere che questo strumento sia più

idoneo a garantire trasparenza, linguaggio semplice e comunicazione su temi ESG, pertanto ipotizziamo quanto segue:

- **l'integrazione degli obiettivi ESG nella remunerazione è prevalentemente di breve termine e focalizzata su obiettivi sociali;**
- **le imprese che adottano il Framework IR tendono a comunicare in maniera migliore le pratiche di sostenibilità.**

In aggiunta, si cercherà di comprendere se emergono differenti evidenze in base al modello istituzionale adottato dal Paese di origine della società, ossia se emergono differenze sostanziali tra imprese appartenenti al modello anglosassone o europeo. Infatti, precedentemente si era evidenziato come i Paesi anglosassoni con mercati di tipo liberale più sviluppati e proprietà diffusa, siano più inclini a rendere esplicite le pratiche di sostenibilità adottate su base volontaria e la composizione del pacchetto di remunerazione. Diversamente, le società europee erano emerse come maggiormente *compliant* a richieste legislative, piuttosto che realmente inclini a strategie di sostenibilità e integrazione della paga con obiettivi ESG.

In seguito, relativamente all'influenza degli organi gestionali sul comportamento e sulla paga del manager, si è considerata l'importanza del CdA e il potenziale derivante dalla presenza di un comitato per la sostenibilità o per la remunerazione. Per tale motivo si è formulata la seguente considerazione: **le società che abbiano un comitato per la sostenibilità e per la remunerazione come parte del CdA hanno una gestione più trasparente e un'integrazione più forte di obiettivi di sostenibilità nella paga del CEO.**

In aggiunta, relativamente alla composizione del board, si considera, visto l'effetto positivo individuato più volte in letteratura della componente femminile come elemento moderatore di comportamenti opportunistici e della presenza di membri stranieri nel board (massa critica identificata da Alfiero et al. superiore a 3 membri), si ipotizza che: **società con quote più elevate di donne nel CdA o nell'esecutivo e/o con un numero maggiore a tre membri stranieri nel board esibiscono comunicazione più trasparente e tendono a realizzare report integrati.**

Inoltre, come abbiamo visto con i casi riportati dalle linee guida PRI e Global Compact LEAD (2012), l'integrazione di obiettivi di sostenibilità nella remunerazione dei dipendenti aiuta a focalizzare tutti sulle stesse proprietà e a diffondere la cultura dello sviluppo sostenibile attraverso maggiore coinvolgimento di tutte le parti organizzative, pertanto si cercherà di capire in che misura avviene questa politica di integrazione. Infine, si cercherà di comprendere se le società operanti nel settore utilities o estrattive siano più avanzate nella loro considerazione delle questioni ESG nella retribuzione dei dirigenti. Tale considerazione deriva dall'analisi di uno studio di Deegan e Islam (2012) i quali effettuano un'indagine su un campione di grandi aziende australiane ad alta intensità di carbonio. Dallo studio emerge come in circa 10 anni i piani di remunerazione della gestione siano passati da essere legati solamente alle performance finanziarie, ad essere ampiamente collegati a obiettivi di sostenibilità. Tuttavia, queste tendono a limitarsi a obiettivi di natura sociale e non ambientale, ciò fa emergere "disaccoppiamento", tra l'etica della sostenibilità delle società campione e le loro priorità organizzative reali. Per questo motivo, tenendo conto che il tema ambiente risulta estremamente rischioso per società di questo tipo, nell'analisi seguente si cercherà di verificare se tale considerazione sia migliorata nel tempo in termini di coerenza, ossia se l'attenzione ai piani di remunerazione si evolva in modo tale da incorporare componenti di sostenibilità idonei al perseguimento dell'agenda di sostenibilità aziendale.

Modelli di riferimento accademici

Per identificare il metodo di analisi più adeguato si è proceduto analizzando uno studio di Nigam et al. (2018). In prima battuta, gli autori analizzano se in letteratura sono stati riscontrati problemi con il collegamento della compensazione alle prestazioni di sostenibilità. Così come nel presente elaborato si è riscontrato che i contributi accademici che esaminano questo tema non hanno evidenziato elementi di svantaggi su questa pratica, se non il "rischio" di far percepire ai manager l'obbligo di comportamenti responsabili. Infatti, come abbiamo visto considerando

la teoria dell'agenzia, la separazione tra potere e controllo implica la necessità di adottare pratiche di coinvolgimento dei manager nell'azione aziendale al fine di allineare interessi manageriali e societari. Per ottenere questo risultato, lo strumento comunemente usato era un pacchetto di compensazione legato alla performance finanziaria, il quale portava i manager a massimizzare la ricchezza degli azionisti con azioni finanziariamente vantaggiose nel breve periodo ma potenzialmente distruttive per l'impresa nel lungo periodo. In aggiunta, ad oggi questo meccanismo non è più sufficiente in quanto sono in gioco un numero di interlocutori superiore, con interessi differenti che vanno oltre la componente finanziaria e che considerano il benessere dei cittadini e le problematiche climatiche in rapida evoluzione. Tuttavia, se da un lato si presume che tali comportamenti manageriali debbano essere incentivati tramite incentivi monetari, dall'altro lato ci si aspetta che nel sistema valoriale del manager sia presente un interesse intrinseco ad adottare un comportamento proattivo da cittadino responsabile. In taluni casi quindi ci si può aspettare che non sia necessaria una remunerazione "sostenibile", tuttavia è necessario che il manager sia inserito in un ambiente che spinge ad agire "responsabilmente" e che abbia sviluppato valori in linea con quelli dello sviluppo sostenibile. Ciononostante, pena la svalutazione di comportamenti mossi dalla volontà personale dell'esecutivo, l'impresa dovrebbe adottare politiche di integrazione della compensazione con obiettivi di sostenibilità al fine di evitare rischi legati a decisioni individuali del manager. L'adozione di pacchetti remunerativi integrati con le strategie di sostenibilità non è tuttavia un'azione semplice, infatti la progettazione di questo meccanismo di incentivazione implica l'individuazione di metriche adatte e lungimiranti così come indicato dalle linee guida PRI et al. (2012). Se ad esempio è il prodotto stesso ad avere natura inquinante, l'impresa avrà bisogno di reinventare il proprio prodotto e il relativo processo di creazione al fine di creare un business più eco-friendly senza rischiare di pregiudicare l'attività stessa del business o l'impresa in sé. Similmente, un'impresa potrebbe avere le intenzioni migliori in termini di azioni di sostenibilità senza tuttavia poterle intraprendere a

causa di vincoli economici o di mercato, quali ad esempio la necessità di acquistare macchinari innovativi o adottare tecnologie più pulite. Queste sono solamente alcune delle ragioni che potrebbero essere viste come dei vincoli all'adozione di pratiche di remunerazione "sostenibile", per tale motivo nel campione di analisi considerato si analizzano le imprese ritenute più sostenibili al mondo, al fine di comprendere se qualora l'impresa abbia i mezzi per adottare una strategia di remunerazione orientata allo sviluppo sostenibile, questa venga adottata.

Nigam et al. (2018) conducono un'analisi empirica esplorativa su 16 aziende di 4 continenti, provenienti da Nord America, Europa, Giappone, Sud Africa e Brasile, e selezionate sulla base di diversi report e ricerche di parole chiave su Internet (alcune delle aziende sono risultate essere trendsetter nei loro rispettivi Paesi). Le società del campione operano in settori diversi e le industrie rappresentate, tranne la vendita al dettaglio, sono altamente soggette a impatti ambientali negativi, conseguentemente, l'integrazione di obiettivi di sostenibilità nella remunerazione è fondamentale per prevedere i rischi. Usando una metodologia qualitativa basata sui casi si analizza in che modo il compenso esecutivo viene collegato con obiettivi di sostenibilità. Lo studio indaga quali indicatori di sostenibilità sono stati utilizzati per l'integrazione e se la sostenibilità è parte della strategia aziendale principale. Inoltre, gli autori considerano il fatto che l'integrazione degli obiettivi di sostenibilità sulla paga dell'esecutivo rimane una pratica volontaria e di difficile implementazione, pertanto si pongono due domande:

1. *Quali sono le motivazioni principali dell'azienda per l'adozione di strategie che collegano il compenso esecutivo agli obiettivi di sostenibilità?*
2. *Come le aziende possano collegare la compensazione con le performance di sostenibilità?*

Relativamente alla prima domanda gli autori analizzano la letteratura accademica ed identificano diverse motivazioni per cui le imprese dovrebbero integrare la remunerazione con la strategia di sostenibilità; le motivazioni sono le seguenti.

- *L'integrazione CEO-obiettivi ESG aiuta a far fronte alle pressioni esterne*, infatti le questioni ambientali attuali portano le imprese a subire pressioni sempre più elevate da parte della pubblica opinione, inoltre le restrizioni legislative aumentano, pertanto la remunerazione in linea con tali richieste aiuta le aziende a rispondere;
- Rendere gli alti livelli manageriali responsabili delle prestazioni di sostenibilità delle loro aziende *dimostra la serietà degli sforzi societari* per combattere gli impatti ambientali negativi causati anche dalle pratiche commerciali, pertanto ciò costruisce fiducia e rafforza le relazioni con gli stakeholder;
- *Supporta i preparativi per il futuro* nel senso che aiuta a creare valore aggiunto che perdura nel tempo;
- Aiuta a porre enfasi sulla ricerca di *metodi per gestire lo sviluppo del prodotto* in modo più sostenibile;
- *Aiuta a ridurre i costi*, nel senso che se l'impresa è rispettosa dell'ambiente e attenta alle esigenze sociali, avrà meno rischi di incorrere in sanzioni legali, penali, premi assicurativi e sostanziali spese di ripristino ambientale, inoltre la riduzione di rischi ambientali e sociali implica anche la possibilità di ottenere prestiti a un costo inferiore;
- L'impegno ambientale e sociale *aiuta a redistribuire le risorse* in maniera più efficiente, pertanto le aziende possono ottenere un vantaggio competitivo, un risparmio e un uso più efficiente dei propri mezzi a seguito di politiche di gestione più sostenibili.

Alla seconda domanda posta da Nigam et al. (2018) è già stato in parte precedentemente risposto, identificando la BSC, la normativa istituzionale e i comitati presenti nel CdA quali strumenti efficaci per la spinta verso l'integrazione nei pacchetti azionari di obiettivi di sostenibilità. Tuttavia, gli autori (Nigam et al. 2018) ribadiscono che indipendentemente dagli indicatori selezionati dalle società, interni o esterni, tali indicatori devono essere affidabili e verificabili, ossia devono consentire alle aziende di misurare con precisione l'influenza delle azioni di gestione

sulla sostenibilità ambientale e sociale della loro azienda. Successivamente, Nigam et al. (2018) procedono con la ricerca di dati relativi alle 16 società. I dati sono stati raccolti manualmente e provengono da relazioni relative al periodo 2014-2015. In primo luogo gli autori hanno identificato la strategia aziendale, gli obiettivi di sostenibilità inseriti nella strategia stessa e il background dei membri del consiglio di amministrazione. Successivamente si è individuata la presenza di diverse tipologie di parametri di sostenibilità: indicatori esterni e/o definiti internamente. Come abbiamo precedentemente affermato, l'utilizzo di benchmark esterni favorisce la compatibilità dell'azienda con i suoi pari o tra nazioni e può portare più credibilità alla definizione dello schema di remunerazione, tuttavia gli indicatori interni sono più specifici per la singola realtà aziendale. Per tali considerazioni è necessario trovare un equilibrio tra le due tipologie, nonostante la scelta di indicatori definiti da organismi esterni conferisca maggiore legittimità all'impresa adottante. Come ultimo step dell'analisi, gli autori hanno esaminato le informazioni sulla retribuzione dei dirigenti e la natura del collegamento adottato con gli obiettivi di sostenibilità: breve o lungo termine.

Dai risultati empirici dell'analisi emerge in primo luogo che il consiglio di amministrazione con competenze ambientali migliora il percorso di identificazione delle strategie di sostenibilità e loro integrazione nei pacchetti remunerativi. Inoltre, se la sostenibilità è una priorità strategica dell'organizzazione deve emergere dalle dichiarazioni dei decisori (CEO, CFO). In secondo luogo, relativamente agli indicatori utilizzati notiamo che la maggior parte delle aziende dello studio utilizza il Dow Jones Sustainability Index (DJSI) per misurare le prestazioni. Questo indicatore risulta essere tra i più diffusi al mondo e viene spesso utilizzato dalle società come riferimento per orientare lo sviluppo di prodotti, processi e personale, ma anche per garantirsi un'immagine di sostenibilità migliore. Questa tipologia di indicatore fa parte degli indicatori di tipo esterno, i quali risultano ampiamente utilizzati dalle aziende come parametro di riferimento con il mercato e altre aziende per la sostenibilità, tuttavia sono poche le aziende che utilizzano questi benchmark esterni

per identificare direttamente il collegamento con la remunerazione dell'esecutivo. Infatti, indicatori definiti internamente vengono privilegiati per l'individuazione di questo legame paga-obiettivi. Da quanto appena affermato, possiamo dedurre che ci sia ancora molta incertezza da parte delle imprese nel voler rendere la remunerazione manageriale dipendente da variabili esterne; indicatori di tipo interno consentirebbero all'impresa di esercitare maggior arbitrio su di essi e conseguentemente anche sulla remunerazione manageriale. Tuttavia, se da un lato gli indicatori di carattere esterno sono soggetti ad errori di valutazione da parte dell'impresa o troppo "standard" per le specifiche organizzative, dall'altro lato gli indicatori interni sono di difficile identificazione in quanto devono tenere conto delle diverse esigenze di informazione degli stakeholder e di componenti quali l'andamento del mercato, la comparabilità tra settori o il confronto nel tempo.

Altro risultato ottenuto da Nigam et al. (2018) riguarda il peso della compensazione variabile legata alla sostenibilità, la quale si è dimostrata variare dal 10 al 50%. Inoltre, gli incentivi a lungo termine sono generalmente legate al ranking rispetto a benchmark esterni per un periodo di 3 anni o sono collegate a indicatori di sostenibilità interna come la riduzione delle emissioni di gas serra. Differentemente, gli incentivi di breve termine sembrano essere collegati solamente a indicatori interni di sostenibilità, tuttavia, le società hanno raramente collegato gli obiettivi di sostenibilità con gli incentivi di lungo termine, che continuano ad essere ancora prevalentemente di tipo finanziario. In aggiunta, dai risultati è emerso come società europee siano molto esplicite circa le percentuali di compensazione legate agli indicatori di sostenibilità, mentre le società statunitensi risultano meno chiare.

4.2 METODOLOGIA DI ANALISI

Identificazione del campione

Dopo aver analizzato le ipotesi da verificare e i contributi accademici relativi, si procede con l'identificazione del campione empirico. Nigam et al. (2018) hanno

condotto l'analisi su un campione basato sul periodo 2014-2015, in seguito si procede identificando un campione più ampio con la raccolta di dati dai report delle società per l'arco temporale 2016-2018. Inoltre, il 2016 appare emblematico come anno di considerazione in quanto si tratta dell'ultimo anno a disposizione dei membri dell'UE per il recepimento della Direttiva 2014/95/UE sulla comunicazione non finanziaria. Di conseguenza, il campione basato su un arco temporale che va dal 2016 al 2018 dovrebbe consentire di identificare eventuali modifiche e miglioramenti derivanti dall'avvenuta ricezione della direttiva, almeno in territorio europeo.

Il campione considera 25 società, identificate dal ranking annuale Forbes Global 100 per il 2019 il quale si basa su dati 2018 (Overview of 2019 Global 100 Most Sustainable Corporations in the World index). In particolare, di questo campione si sono identificate otto società attraverso una selezione incrociata tra le aziende partner IIRC e le aziende del Global 100; di queste otto si può notare che quattro sono partner IIRC già a partire dal Pilot Program del 2011 (National Australia Bank Limited, Natura Cosméticos, Novo Nordisk, Vestas Wind Systems). Percentualmente, le società IIRC partner rappresentano il 32%.

In aggiunta, le società del campione provengono da Paesi rappresentativi di due tipologie di modelli istituzionali: il modello anglosassone e il modello europeo, ossia rispettivamente sistemi di common law e civil law. Il campione proviene per il 40% da Paesi con sistema di common law (UK, USA, Australia, Canada) e per il 60% da Paesi di civil law. Il campione considera società da 4 continenti: 13 europee, 9 americane, 2 asiatiche e 1 oceanica. Non sono state considerate società africane in quanto nessuna rientra nel ranking Forbes per le migliori sostenibili. Congiuntamente, le aziende vengono selezionate da industrie differenti per far emergere evidenze relative al settore di appartenenza: energetico e utilities, industriale, beni di consumo, healthcare e farmaceutico, comunicazione e servizi, finanziario, tecnologico. Ogni settore viene rappresentato da almeno una società di

matrice istituzionale civile e trova il suo contrappeso in una società dello stesso settore di matrice common law.

Società europee	52%	Società IIRC partners	32%
Società americane	36%	Società che adottano IR	80%
Società asiatiche	8%	Società common law	40%
Società oceaniche	4%	Società civil law	60%

Tabella 7: Inquadramento società del campione di analisi

Fonte: elaborazione personale

Descrizione del modello di analisi

I dati relativi al campione vengono raccolti attraverso l'analisi delle comunicazioni aziendali pubblicate annualmente per gli anni 2016-2018. Inoltre, il ranking Global 100 realizzato da Corporate Knights, fa uso di 21 indicatori nella metodologia di identificazione delle aziende più sostenibili. Per tale ragione, sono stati utilizzati alcuni di questi dati per identificare elementi salienti relativi al collegamento performance - paga del CEO, alla composizione del board e al rapporto *executive pay - employee pay*. La classifica coinvolge società quotate in borsa e considera dati divulgati pubblicamente, i KPI utilizzati sono relativi a gestione delle risorse, gestione dei dipendenti e gestione finanziaria, inoltre vengono considerati dei parametri aggiuntivi relativi a consumo energetico ed emissioni, "clean revenue" e prestazioni del fornitore. Dall'analisi dei risultati ottenuti per i singoli KPI universali è stato possibile identificare dati relativi al consiglio di amministrazione e alla compensazione manageriale. Nello specifico, si è identificata la quota di donne presenti nel consiglio di amministrazione e nella gestione esecutiva. I dati mancanti per gli anni precedenti o non ancora pubblicati al momento della realizzazione della classifica sono stati individuati e calcolati sulla base di dati forniti nei documenti delle società o dal sito web aziendale. Inoltre, si è potuto individuare due indicatori per la composizione della remunerazione utilizzati nella metodologia di ranking:

1. *Sustainability Pay link*, il quale viene identificato da meccanismi che collegano la retribuzione dei dirigenti con obiettivi di sostenibilità. È progettato allo scopo di

premiare le aziende che adottano questa pratica di integrazione degli obiettivi nella remunerazione manageriale. Viene assegnato un punteggio del 100% alle società che descrivono specificatamente con quali obiettivi e in che misura tale meccanismo viene implementato. Contrariamente, viene assegnato un punteggio pari allo 0% alle società che non segnalano alcun meccanismo di collegamento. A differenza di tutti gli altri indicatori, Sustainability Pay Link non utilizza alcuna percentuale di ranking settoriali nel metodo Corporate Knights.

2. *CEO - Average Worker Pay ratio*, si tratta del rapporto tra compensazione CEO e retribuzione media dei dipendenti, viene calcolato come compenso totale dell'amministratore delegato diviso per la retribuzione media dei dipendenti. La retribuzione media dei dipendenti viene calcolata dividendo la massa salariale totale dell'azienda per il numero totale di dipendenti. L'indicatore è espresso in forma di proporzione e si ritiene che più basso è il rapporto, più alto è l'apprezzamento in termini di "sostenibilità" della remunerazione e immagine dell'impresa, ciò significa che maggiore stacco in termini di paga implica un punteggio più basso per l'impresa all'interno del rank Global 100.

Questi due indicatori permettono di identificare la reale integrazione della retribuzione del CEO con gli obiettivi ESG ma anche di comprendere il gap tra il salario medio di un dipendente e la paga del top management. Il primo dei due indicatori utilizzati dal Global 100 viene riadattato nell'analisi del campione per identificare la tipologia di obiettivi di sostenibilità considerati nella remunerazione di breve e di lungo termine e la relativa quota sulla Balanced Scorecard (BSC). In particolare, relativamente a quest'ultimo aspetto, la BSC viene suddivisa tra breve e lungo termine, ossia gli obiettivi vengono pesati su base 100 per ogni periodo (breve o lungo), pertanto se un obiettivo di carattere sociale viene indicato con peso di 20% nel breve periodo il peso si riferisce al totale degli obiettivi per l'anno (analogamente avviene per i target di lungo periodo). Diversamente, per quanto riguarda il secondo indicatore, il livello di divario presente tra paga dell'esecutivo e paga media dei dipendenti, è stato identificato nel capitolo precedente anche dai

senatori Kennedy, Bingaman e Daschle (Hurt et al. 1998) per la definizione di azienda "socialmente responsabile". In particolare, la proposta legislativa del 1995 dei senatori faceva riferimento ad un limite massimo di 50 a 1 per il rapporto "paga esecutivo - salario medio dipendenti". In aggiunta, dall'analisi del campione è emerso come per le società statunitensi sia stato introdotto l'obbligo di comunicare nel Proxy Statement annuale tale rapporto (*CEO-Average Worker Pay ratio*) a partire dalle comunicazioni pubblicate nel 2018.

Infine, dei 21 indicatori utilizzati nel rating di Corporate Knights non tutti assumono lo stesso peso sull'ottenimento del punteggio, infatti gli indicatori vengono ponderati per la rilevanza dell'impatto generato dal tema dell'indicatore per il settore di appartenenza. Nel caso specifico degli indicatori di nostro interesse, gli indicatori *Women on Boards*, *Women in Executive Management* e *Sustainability Pay Link* assumono tutti un peso standard del 5% ciascuno sul totale del punteggio. Diversamente, l'indicatore *CEO-Average Worker Pay ratio* assume peso specifico in relazione all'impatto relativo sul settore di appartenenza dell'impresa. Secondo la nostra riclassificazione dei settori, possiamo notare che quelli in cui questo indicatore acquisisce maggior peso sono "Beni di consumo" e "Tecnologico", diversamente dal settore energetico per il quale l'indicatore ha peso nullo o quasi.

Gli indicatori utilizzati nel ranking fanno riferimento agli obiettivi delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile (SDGs). Nello specifico, il rapporto tra compensazione CEO e retribuzione dei dipendenti viene direttamente collegato all'obiettivo 8 "Lavoro dignitoso e crescita economica" e all'obiettivo 10 "riduzione della disuguaglianza", per tale ragione, al fine di promuovere inclusione, occupazione piena e lavoro dignitoso è necessario che i gap remunerativi tra manager e dipendenti siano quantomeno limitati. In aggiunta, gli indicatori *Women on Boards* e *Women in Executive Management* vengono direttamente collegati all'obiettivo SDGs 5, il quale consiste nel ridurre il gap di genere e incentivare l'uguaglianza. Il punteggio di questi indicatori viene calcolato determinando la porzione del team composto da donne. Similmente, per quanto riguarda l'indicatore *Sustainability Pay*

link, questo viene collegato agli stessi obiettivi dei primi tre indicatori descritti e congiuntamente ad altri SDGs, ossia gli obiettivi di seguito elencati:

- buona salute e benessere (3)
- uguaglianza di genere (5)
- acqua pulita e servizi igienico-sanitari (6)
- energia accessibile e pulita (7)
- lavoro dignitoso e crescita economica (8)
- industria, innovazione e infrastrutture (9)
- riduzione della disuguaglianza all'interno e tra paesi (10)
- città e comunità sostenibili (11)
- consumo e produzione responsabili (12)
- azione per il clima (13)
- conservare e utilizzare in modo sostenibile la vita sott'acqua (14)
- proteggere, ripristinare e utilizzare in modo sostenibile gli ecosistemi terrestri (15)
- istituzioni forti per la pace e la giustizia (16).

Il fatto che questo indicatore coinvolga un così elevato numero di obiettivi SDGs indica quando sia rilevante al fine di raggiungere obiettivi di sviluppo sostenibile, focalizzare i manager nella stessa direzione, pena l'inefficacia della relazione.

Gli indicatori appena evidenziati vengono analizzati per il triennio 2016-2018, in aggiunta vengono analizzati altri aspetti attraverso indicatori quali il ROE, l'andamento azionario (stock price), la natura della remunerazione (sociale, ambientale o entrambe) e la tipologia di orizzonte remunerativo (a breve e/o lungo termine). Gli indicatori riferiti all'andamento finanziario aziendale (ROE e stock price) vengono considerati per evidenziare il legame positivo esistente tra performance finanziaria e performance di sostenibilità. In aggiunta a questi elementi di analisi, si cercherà di individuare la complessità di ciascun report, sia in termini di lunghezza che di livello di istruzione richiesto per comprendere le comunicazioni e i report annuali, siano essi di tipo integrato o meno. Per questa analisi di leggibilità, sulla stessa linea di Ben-Amar e Belgacem (2018), viene utilizzato il Gunning Fog Index,

ossia un indice di offuscamento che valuta la complessità linguistica del testo come una funzione di sillabe per parola e parole per frase. L'indicatore viene calcolato sulla base di estratti del testo dei report relativi ai triennio di analisi, inoltre, si considera la lunghezza della relazione annuale come indicatore di complessità sintattica di lettura. In base all'indicatore di *fog*, i report delle società possono risultare: illeggibili con valori superiori a 18 (necessari più di 16 anni di istruzione formale), difficili da leggere con un punteggio medio compreso tra 14 e 18, mentre un punteggio tra 12 e 14 indica che il testo ha una buona comprensibilità data la natura del documento stesso.

4.3 ANALISI DEI RISULTATI

Analisi caratteristiche societarie e report

In una prima analisi si sono identificati i dati relativi ai report annuali realizzati dalle società del campione, il relativo andamento finanziario e le caratteristiche aziendali. I dati sono riassunti in Tabella 8. Per quanto riguarda la performance finanziaria, possiamo ritenere che questa sia in parte elemento indicatore dei benefici derivanti da una buona strategia di sostenibilità, nello specifico, solamente il 20% delle società ha evidenziato un andamento del prezzo azionario negativo nel triennio 2016-2018 e solo l'8% delle società del campione ha evidenziato un andamento del ROE negativo nel periodo di analisi.

Relativamente alle caratteristiche dei report, emerge come la quota più rilevante di società che realizzano report integrato provenga dall'Europa con il 92% delle società aderenti al format IR, diversamente solamente una delle società statunitensi realizza report integrato e, per l'interrezza del campione proveniente dal continente americano, solamente il 44% realizza un report annuale integrato in cui vengono comunicate congiuntamente informazioni di carattere finanziario e relative a elementi ESG. Questo risultato comporta necessariamente delle conseguenze, ossia la mancanza di un report integrato, che nonostante sintetico permetta di fornire informazioni riepilogative dell'andamento aziendale per l'anno in questione, porta le

società che non lo realizzano ad aumentare il numero di documenti annuali forniti ai propri shareholder e come conseguenza fondamentale comporta maggiore difficoltà per i propri stakeholder nel reperire le informazioni.

Società	Paese	Settore	IIRC	IR	ROE % medio 2016-2018	Stock price (3 anni)	Gunning fox index	Lunghezza media report	N. dipendenti
Neste Corporation	Finland	Energetico & Utilities		SI	22,49	▲	15,12	202	5.457
Electrolux AB	Sweden	Industriale		SI	25,16	▲	16,56	153	52.155
Vestas Wind Systems	Denmark	Industriale	x	SI	27,37	▲	16,41	130	24.578
Novo Nordisk	Denmark	Healthcare & farmaceutico	x	SI	79,48	▲	16,47	121	43.007
Royal KPN NV	Netherlands	Tecnologico		SI	12,72	▼	17,27	211	12.412
Sanofi	France	Healthcare & farmaceutico	x	SI	10,03	▲	18,29	62	100.000
BNP Paribas SA	France	Finanziario	x	SI	7,36	▼	17,45	583	196.128
Siemens	Germany	Tecnologico		SI	14,87	▲	17,82	151	380.000
Adidas	Germany	Beni di consumo		SI	20,09	▲	18,23	237	57.016
ERG S.p.A.	Italy	Energetico & Utilities		NO	4,67	▲	17,39	590	731
Banco do Brasil	Brazil	Finanziario		SI	11,63	▲	15,80	133	96.889
Natura Cosméticos	Brazil	Healthcare	x	SI	35,44	▲	15,27	102	1.247
ENGIE Brasil Energia	Brazil	Energetico & Utilities	x	SI	1,86	▲	15,66	53	153.090
Toyota Motor Corp.	Japan	Industriale		SI	12,69	▲	18,41	55	370.870
Panasonic Corporation	Japan	Tecnologico		SI	11,49	▼	18,71	91	273.858
GlaxoSmithKline	UK	Healthcare & farmaceutico		SI	162,74	▲	17,73	285	113.245
Pearson	UK	Comunicazione e servizi		SI	-6,84	▲	17,54	211	24.322
Unilever	UK	Healthcare	x	SI	49,17	▲	16,90	181	155.000
Cisco Systems	USA	Tecnologico		SI	10,81	▲	18,81	145	74.200
HP Inc.	USA	Tecnologico		NO	6,97	▲	18,17	194	55.000
McCormick & Company	USA	Beni di consumo		NO	28,01	▲	14,77	155	11.600
Tesla Inc	USA	Industriale		NO	-29,35	▼	18,20	222	48.817
Suncor Energy	Canada	Energetico & Utilities		SI	6,11	▲	18,04	160	12.480
Bombardier	Canada	Industriale		NO	0,00	▲	17,96	362	68.000
National Australia Bank	Australia	Finanziario	x	SI	7,01	▼	17,08	39	33.283

Tabella 8: Analisi caratteristiche societarie e report. Fonte: elaborazione personale.

Fonte dati ROE, stock price, dipendenti: <https://it.finance.yahoo.com>, <https://it.investing.com>, <http://tools.morningstar.it>. Fonte per calcolo Gunning Fog Index: <http://gunning-fog-index.com/index.html>. Fonte dati report: documenti annuali da sito web società.

In aggiunta, è stato considerato il numero di dipendenti per verificare se questo elemento possa avere qualche effetto nella comunicazione fornita dalla società e nello specifico è emerso come aziende con un elevato numero di dipendenti

abbiano maggiore probabilità di realizzare un report più breve ma non meno complesso in termini di indice di offuscamento. Relativamente alla composizione delle comunicazioni annuali, possiamo notare che l'adozione del report integrato riduce estremamente la lunghezza media della documentazione (165 pagine con IR, 304 senza). Il report integrato non è da ritenersi sostitutivo di tutta la documentazione di carattere annuale fornita da una società, giacché anche l'integrated report rimanda a documenti più approfonditi, tuttavia al fine di raccogliere informazioni riassuntive dell'andamento finanziario dell'anno e degli elementi di carattere sociale, ambientale e di governance il soggetto interessato (stakeholder o investitore che sia) avrà necessità di consultare un maggior numero di documenti con conseguente dispendio in termini di sforzi per reperire le informazioni. Tuttavia se osserviamo questo indicatore da un punto di vista differente, possiamo notare che non emergono differenze sostanziali tra la lunghezza del report in Paesi di civil law o in Paesi di common law. Similmente se osserviamo la lunghezza del report e l'indice di offuscamento (Gunning Fog Index) in relazione al settore di appartenenza, possiamo osservare che il settore con report più brevi è quello *Healthcare e farmaceutico*, contrariamente al *Finanziario* il quale risulta maggiormente prolisso nelle comunicazioni. Diversamente il valore di *fog* più basso è raggiunto dal settore *Beni di consumo* opposto al settore *Tecnologico* che evidenzia il valore più elevato, come si può notare dalla Tabella 9. Tuttavia, per quanto emerge dall'analisi dell'indice Gunning Fog, si evidenzia che non emergono differenze significative né tra Paese né tra settore, giacché l'indicatore risulta essere in ogni circostanza elevato, ciò indica che tendenzialmente i report integrati e le comunicazioni annuali in generale tendono a dimostrare elevata complessità e richiedono un livello di istruzione di circa 16 anni di istruzione formale per un adeguata comprensione.

In aggiunta, come giudizio addizionale deducibile dall'analisi dei report, è possibile affermare che la parte maggiormente complessa in termini di indice di *fog* riguarda proprio le parti relative alla comunicazione di sostenibilità, elemento che dimostra

come per le aziende questo concetto sia ancora in fase di sviluppo in termini di comunicazione verso l'esterno.

Media Gunning fog index per settore	Energetico	16,55	Media lunghezza report annuale per settore	Energetico	251
	Industriale	17,51		Industriale	185
	Finanziario	16,78		Finanziario	251
	Beni di consumo	16,50		Beni di consumo	196
	Tecnologico	18,15		Tecnologico	158
	Healthcare & Farmaceutico	16,93		Healthcare & Farmaceutico	150
	Comunicazione e servizi	17,54		Comunicazione e servizi	211
Media Gunning fog index Paesi civil law				16,99	
Media Gunning fog index Paesi common law				17,52	
Media lunghezza report annuale Paesi civil law				192	
Media lunghezza report annuale Paesi common law				195	
Media Gunning fog index con IR				17,18	
Media Gunning fog index senza IR				17,30	
Media lunghezza report annuale con IR				165,3	
Media lunghezza report annuale senza IR				304,6	

Tabella 9: Analisi complessità report
Fonte: elaborazione personale

Analisi componenti del CdA

Come secondo elemento impattante nelle scelte di reporting e remunerazione, è stato identificato il consiglio di amministrazione ed in particolare i membri che lo compongono quali determinanti. In precedenza, è stata ipotizzata la presenza di diversità, sia in termini di genere che di nazionalità, come un elemento significativo di incentivazione alla disclosure trasparente e alla compensazione sostenibile. In aggiunta, la suddivisione del *board* in comitati tra i quali il comitato per la sostenibilità o il comitato per la remunerazione dimostrano maggior probabilità di realizzare comunicazioni di qualità e strategie di sostenibilità strutturate. Relativamente al primo aspetto possiamo evidenziare che in media la quota di donne all'interno del board è rilevante anche quando considerata congiuntamente

alla presenza di donne all'interno dei vertici esecutivi, in quanto la componente femminile identifica la predisposizione verso bisogni altruistici e valori filantropici, ciò predispone a sua volta l'impresa verso comportamenti di interesse comune e "più sostenibili". Per quanto riguarda l'analisi del campione in questione, abbiamo ragione di ritenere che essendo tra le aziende top performer in termini di sostenibilità, l'elemento femminile sia presente sia nella composizione del *board*, sia per quanto riguarda i *senior executive*. I dati raccolti evidenziano una quota media di partecipazione delle donne al CdA di circa il 30%, questo valore è estremamente ridotto per quanto riguarda la composizione nel top management per il quale il valore è del 17%. Tuttavia, emergono sostanziali differenze tra settori, così come si può notare dalla Tabella 10. Il settore con minor quota di donne nel board risulta essere quello *Industriale*, è da considerarsi che la maggioranza delle imprese di questo settore sono produttori automobilistici il che potrebbe spiegare la minor presenza di donne, le quali risultano ampiamente più presenti in società appartenenti al settore *Healthcare e Farmaceutico*, in cui la predisposizione a valori di cura verso gli altri fanno parte del core business stesso. Questo indicatore varia a sua volta se considerato in relazione alla composizione del top management per il quale assume valore massimo nel settore *Comunicazione e servizi*, in cui la quota di donne raggiunge il 21%, opposto al valore minimo dell'8% raggiunto sempre dal settore *Industriale*.

Diversamente, non emergono differenze rilevanti tra modelli istituzionali, in cui vi è una leggera maggiore presenza di donne senior executives nei Paesi di common law. Ciò dimostra quanto affermato nei capitoli precedenti relativamente al fatto che i modelli incentrati sulla teoria degli stakeholder o degli shareholder tendono ad allinearsi con il tempo e le differenze tra Paesi di civil law e common law tendono ad appianarsi in seguito alla congiunzione di interessi esposti da azionisti o parti interessate in generale. Inoltre, anche relativamente alla presenza di membri non esecutivi nel board non emergono differenze tra Paesi. Quest'ultimo indicatore consente di comprendere quanto realmente le scelte attuate dal CdA siano

dipendenti dalla gestione esecutiva e quindi quanto realmente siano in grado di impattare l'operato del CEO. Nello specifico, si è notata una quota superiore di membri non esecutivi nel settore dei *Beni di consumo* (95,5%), il quale era risultato precedentemente anche il settore con una comunicazione più trasparente in termini di *fog*. Questo indicatore risulta avere un valore minimo di 69,7% per il settore *Healthcare e Farmaceutico*.

% Women on Board media per settore	Energetico	39%	% Women Senior Executives media per settore	Energetico	18%
	Industriale	22%		Industriale	8%
	Finanziario	28%		Finanziario	16%
	Beni di consumo	28%		Beni di consumo	19%
	Tecnologico	27%		Tecnologico	20%
	Healthcare & Farmaceutico	36%		Healthcare & Farmaceutico	19%
	Comunicazione e servizi	31%		Comunicazione e servizi	21%
Media % Women on Board Paesi civil law				29%	
Media % Women on Board Paesi common law				31%	
Media % Women Senior Executives Paesi civil law				15%	
Media % Women Senior Executives Paesi common law				21%	
Presenza membri stranieri nel CdA media per settore	Energetico	3,25	Presenza membri non esecutivi media per settore	Energetico	71%
	Industriale	3,4		Industriale	83%
	Finanziario	2,7		Finanziario	86%
	Beni di consumo	2,5		Beni di consumo	95%
	Tecnologico	2,2		Tecnologico	87%
	Healthcare & Farmaceutico	6,4		Healthcare & Farmaceutico	70%
	Comunicazione e servizi	4		Comunicazione e servizi	70%
Media presenza membri stranieri nel CdA Paesi civil law				2,9	
Media presenza membri stranieri nel CdA Paesi common law				4,3	
Media presenza membri non esecutivi Paesi civil law				80%	
Media presenza membri non esecutivi Paesi common law				80%	

Tabella 10: Diversity nella composizione del CdA e del Senior Executive Management

Fonte: elaborazione personale

In seguito, è stato analizzato il numero di membri stranieri come elemento di diversificazione in grado di incidere nelle scelte di reporting. In particolare, si è evidenziata una presenza superiore a *tre* membri stranieri (soglia critica) nei settori

Energetico, Industriale, Healthcare e Comunicazione. Il numero più elevato è raggiunto dal settore *Healthcare* in cui si arriva ad una media di 6,4 membri stranieri. Questo risultato evidenzia come quest'ultimo settore sia più orientato verso elementi di diversità del *board* (presenza di donne e di nazionalità differenti), piuttosto che verso elementi quali l'indipendenza dei suoi membri relativamente al potere esecutivo, contrariamente al settore Tecnologico in cui i membri stranieri presenti arrivano a poco più di due e la quota di membri non esecutivi è invece molto più elevata (87%).

Complessivamente, possiamo affermare che l'elemento di diversità nazionale caratterizza queste società leader in ambito sostenibile, tuttavia la quota di donne è ancora relativamente bassa e ciò spiega in parte perché l'indice di *fog*, sia ancora complessivamente molto alto per tutte le imprese. Infatti, come si è evidenziato in precedenza, la quota di soggetti femminili all'interno del board impatta in maniera maggiormente significativa rispetto alla quota di membri stranieri, il cui effetto è rilevante ma più limitato.

Successivamente, è possibile considerare la presenza di comitati all'interno del board quali il comitato per la sostenibilità e il comitato per la remunerazione. Dalla Tabella 11 è possibile evidenziare come tutte le imprese del campione siano dotate di un *comitato per la remunerazione*, diversamente dal *sustainability committee* il quale è presente solamente nel 44% del campione. Da questa evidenza possiamo dedurre che la presenza di questi due organismi all'interno del board sia di beneficio per la strategia aziendale, in quanto da un lato il comitato per la sostenibilità consente di creare un task specifico per incorporare gli elementi ESG nella strategia e dall'altro lato un comitato per la remunerazione consente di mantenere focalizzati i soggetti con potere esecutivo sulle priorità strategiche, tra cui anche la sostenibilità, ma anche di creare un pacchetto retributivo più strutturato e completo, ad hoc per i target aziendali. In aggiunta possiamo notare che le organizzazioni le quali presentano entrambe le tipologie di comitati sono anche molto spesso quelle che

hanno una componente ESG all'interno dei target remunerativi, come vedremo in seguito.

Società	Paese	Comitati presenti nel Board		Membri stranieri nel CdA	Numero membri nel CdA	Membri non esecutivi
		Sustainability committee	Remuneration committee			
Neste Corporation	Finland		✓	4	8	75%
Electrolux AB	Sweden		✓	1	15	93%
Vestas Wind Systems A/S	Denmark		✓	3	12	100%
Novo Nordisk A/S	Denmark		✓	8	12	100%
Royal KPN NV	Netherlands	✓	✓	1	8	100%
Sanofi	France	✓	✓	6	16	75%
BNP Paribas SA	France	✓	✓	5	15	67%
Siemens AG	Germany		✓	3	20	95%
Adidas AG	Germany		✓	4	16	100%
ERG S.p.A.	Italy	✓	✓	0	12	25%
Banco do Brasil S.A.	Brazil		✓	0	8	100%
Natura Cosmeticos S.A.	Brazil		✓	2	9	56%
ENGIE Brasil Energia S.A.	Brazil	✓	✓	4	19	95%
Toyota Motor Corp.	Japan	✓	✓	2	15	67%
Panasonic Corporation	Japan		✓	1	12	58%
GlaxoSmithKline plc	UK	✓	✓	6	12	33%
Pearson PLC	UK	✓	✓	4	10	70%
Unilever PLC	UK	✓	✓	10	13	85%
Cisco Systems, Inc.	USA		✓	1	11	91%
HP Inc.	USA	✓	✓	5	11	91%
McCormick & Company	USA		✓	1	11	91%
Tesla Inc	USA		✓	4	9	78%
Suncor Energy Inc.	Canada	✓	✓	5	10	90%
Bombardier Inc.	Canada		✓	7	14	79%
National Australia Bank	Australia		✓	3	10	90%

Tabella 11: Composizione board of directors per singola società
Fonte: elaborazione personale

Analisi elementi di sostenibilità della remunerazione

Come ultimo elemento di analisi, si è proceduto identificando la relazione tra la paga del CEO e il salario complessivo di un dipendente medio della stessa società. L'indicatore, chiamato *CEO Average Worker Pay ratio*, viene analizzato per tutto il triennio considerato nel campione e viene calcolato come rapporto tra la compensazione totale realizzata annualmente dal CEO e la retribuzione media annuale dei dipendenti, individuata dividendo la massa salariale totale dell'azienda per il numero totale di dipendenti. L'indicatore è espresso come proporzione, ossia fatta come base "uno" il salario medio del dipendente il valore individuato nella Tabella 12 rappresenta il numero di volte a cui corrisponde il compenso del CEO.

CEO - Average Worker Pay Ratio per settore	Energetico & Utilities	40,9
	Industriale	67,3
	Finanziario	31,5
	Beni di consumo	194,3
	Tecnologico	124,2
	Healthcare & Farmaceutico	86,3
	Comunicazione e servizi	34,5
CEO - Average Worker Pay Ratio Paesi civil law		51,5
CEO - Average Worker Pay Ratio Paesi common law		128,1

Tabella 12: CEO - Worker Pay Ratio in relazione a settore e modello giuridico nazionale
Fonte: elaborazione personale

Come è stato già ribadito illustrando la metodologia di ranking utilizzata da Corporate Knights, un valore relativamente basso di questo indicatore indica una remunerazione più sostenibile, nel senso che il compenso per natura tende ad aumentare nel tempo con il raggiungimento di nuovi target, per tale motivo un compenso troppo elevato risulta difficile da sostenere nel tempo. Inoltre, come illustrato da Hurtt et al. (1998) possiamo ritenere che un compenso superiore al rapporto 50:1 non sia sostenibile. In questo caso, osservando i valori medi del rapporto è possibile evidenziare come valori inferiori di 50:1 siano raggiunti dal

settore *Finanziario* (31,5:1), *Comunicazione* (34,5:1) e *Energetico* (40,9), diversamente dagli altri settori in cui questo valore raggiunge addirittura un rapporto di 194:1 per il settore dei *Beni di consumo*. È da considerare che il settore dei beni di consumo era stato identificato insieme al tecnologico come il settore in cui questo rapporto incideva maggiormente in quanto elemento ritenuto estremamente pesante nel determinare il punteggio a fini classificativi nel Global 100, il fatto che anche in questo caso il *pay ratio* sia estremamente alto per queste due industrie indica l'importanza di spingere verso una riduzione dei compensi sia a fini reputazionali sia come spesa a carico della società. Notiamo, inoltre, come il settore dei Beni di consumo si sia dimostrato precedentemente come il settore con la maggior quota di membri non esecutivi nel *board*. In base a ciò, possiamo affermare che questi risultati siano rilevanti, giacché la presenza di membri non esecutivi nel board faceva presumere maggiore controllo da parte di quest'organo sull'operato del CEO, tra cui anche un maggior contenimento della spesa in remunerazione manageriale, tuttavia dobbiamo intendere questo risultato come determinate del fatto che la presenza di membri esecutivi nel board renda questi maggiormente partecipi delle decisioni del consiglio sulla remunerazione manageriale e talvolta possa avere un impatto positivo su una riduzione di questa componente di spesa.

Diversamente, per quanto riguarda i modelli istituzionali, si evidenzia come i Paesi di civil law abbiamo un valore estremamente più basso del rapporto *CEO Average Worker Pay ratio* (51,5:1) rispetto ai Paesi di common law in cui il valore arriva a 128:1. Questo risultato potrebbe essere analizzato anche dal punto di vista dei valori culturali e normativi ma anche con riferimento al fatto che in territorio europeo i mercati finanziari sono più soggetti a controllo legislativo e meno sviluppati, oltre ad essere contesti nazionali maggiormente orientati agli stakeholder con una forte presenza di sindacati.

Il grafico di seguito illustra il valore del rapporto *CEO Average Worker Pay ratio* per ogni singola società del campione.

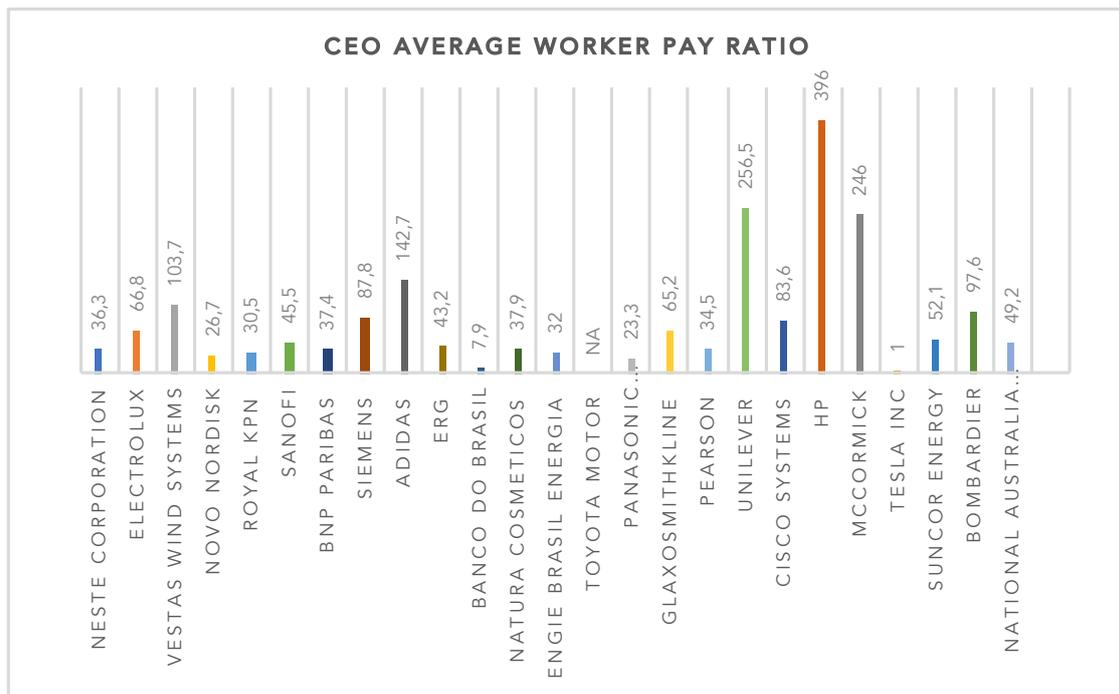


Fig. 3: CEO - Worker Pay Ratio per singola società. Fonte: elaborazione personale

Per quanto concerne l'ultimo elemento oggetto di analisi, possiamo evidenziare la natura della remunerazione (sociale, ambientale o entrambe) e la tipologia di orizzonte remunerativo (a breve e/o lungo termine). Da un'inquadramento complessivo della strategia aziendale, è emerso in maniera evidente come ciascuna di queste imprese del campione abbia una forte interesse verso orientamenti strategici che puntano allo sviluppo sostenibile, tuttavia per quanto riguarda la composizione dei target di remunerazione questi risultati non sono così evidenti. Nello specifico, notiamo dalla Tabella 13 come solo per poche imprese sia presente una politica remunerativa del CEO integrata con elementi di tipo ESG. Dai dati raccolti è possibile evidenziare come spesso all'interno del compenso complessivo sia inserita la componente degli obiettivi individuali (circa il 40% delle imprese considera questa politica), tuttavia questi obiettivi individuati e concordati dal CEO con il comitato di remunerazione, non sempre risultano esplicitati nella relazione sulla remunerazione fornita annualmente dal comitato stesso, ed anzi, qualora questa sia esplicitata, molto spesso riguarda elementi di governance. Per quanto riguarda la natura dei targets, è possibile evidenziare come gli obiettivi ambientali e

sociali siano utilizzati ed esplicitati come componente della Balanced Scorecard del manager solamente dal 32% di queste. Per tutte le altre società viene descritta la composizione della remunerazione ma non vengono identificati nello specifico gli obiettivi per raggiungere ciascun incentivo.

Dai dati è possibile notare come la maggior parte delle volte le società che hanno una chiara comunicazione degli obiettivi ESG integrati nella remunerazione optino per obiettivi di tipo sociale, infatti, la totalità delle società che esplicitano i target di sostenibilità del pacchetto retributivo utilizza almeno un obiettivo sociale, pertanto gli obiettivi ambientali non vengono mai adottati singolarmente, in linea con quanto affermato da Maas e Rosendaal (2016). Inoltre, come previsto, molto spesso questi obiettivi di sostenibilità vengono considerati nel breve termine e non nel lungo. In alcuni casi viene comunicato l'inserimento di obiettivi ESG all'interno della BSC annuale o di lungo periodo, ma non ne viene indicato il peso in termini percentuali, come si può notare dalla Tabella 13. Inoltre, è possibile evidenziare che le aziende che presentano una buona comunicazione dei fattori ESG considerati all'interno della BSC a fini remunerativi sono per la maggiorparte (75%) di matrice civil law.

Concludendo l'analisi dei risultati ottenuti è necessario ribadire come i valori di sostenibilità siano emersi in tutte le strategie organizzative delle società analizzate, come si può notare dai termini chiave emersi dalla strategia o dalla relazione annuale del CEO, tuttavia la composizione della remunerazione manageriale conferma le considerazioni fatte in precedenza relativamente al fatto che, pur essendo società top performer, la sostenibilità manca di integrazione negli interessi prioritari direttamente collegati al vertice esecutivo, i quali risultano ancora maggiormente di matrice finanziaria. Ciononostante diverse società del campione hanno optato per l'integrazione di obiettivi ESG nel bonus dei dipendenti aziendali, favorendo in questo modo la focalizzazione dei dipendenti verso il perseguimento dello sviluppo sostenibile.

Società	ESG Short-term targets			ESG Long-term targets			Sustainability objectives mentioned on corporate strategy
	Target Sociale	Target Ambiente	BSC peso %	Target Sociale	Target Ambiente	BSC peso %	
Neste Corporation	✓		20%			0%	climate change; driving circular economy; renewable products to reduce carbon footprint by up to 90%; liquefied waste plastic
Electrolux AB			0%			0%	Reduce CO2 impact by 50% in 2020; employee engagement; Sustainable Profitability
Vestas Wind Systems	✓	✓	NA*			0%	Creating the energy system for future generations; sustainable development; Sustainable Energy Solutions
Novo Nordisk	✓	✓	NA			NA	Strengthening leadership in obesity; defeat diabetes; ability to reach treatment targets; better health outcomes; access care
Royal KPN NV	✓		30%	✓	✓	25%	Organic sustainable growth; green energy; Environmental performance; Social inclusion; Healthcare of the future
Sanofi	✓	✓	15%			NA	Care; Human rights; Consumer Healthcare; Access to healthcare for the underserved; Employee health and safety
BNP Paribas	✓	✓	25%			0%	CSR, ethics, diversity and inclusion, human rights; positive impact on the world; philanthropy; accelerate energy transition

Siemens	✓	✓	15%			0%	Carbon footprint; deterioration of global growth; long-term value creation; climate change; reducing CO ₂ emissions
Adidas			0%			0%	Beach clean-ups; recycled up to 1,000 tons of plastic per year; cross-functional women's organization; create shoes using Parley Ocean Plastic; value diversity and promote inclusivity
ERG S.p.A.			NA			NA	Renewables; harder for decarbonization in favour of renewable sources; anticipation of long-term energy scenarios
Banco do Brasil			NA			NA	Demographic, social and urban changes; ESG; climate change; smart cities; sustainable returns in the long term beyond financial issues; meritocracy
Natura Cosméticos			NA			NA	Strategic areas: digital, sustainability and retail; Lighten our environmental impact and have a positive impact on society;
ENGIE Brasil Energia	✓	✓	40%			0,0%	Prioritizing the most low-carbon solutions; Decarbonization of the energy mix; CO ₂ emission reduction rate
Toyota Motor Corp.			NA			NA	Saving energy, using diverse fuels; eco-friendly vehicles can best help protect the environment if they are in widespread use; Decarbonized Society; Sustainable Growth
Panasonic Corporation			0%			0%	Explore a new mobility business by leveraging strengths in automotive batteries; intense environmental change;

GlaxoSmithKline	✓		NA			0%	Healthcare; Competitive employee engagement; responsible prices; Reduce our environmental impact; Inclusion and diversity
Pearson			0%			0%	Ensure access to quality education for all; reducing our environmental footprint;
Unilever			0%	✓	✓	25%	Tackling cultural taboos; converts PET waste into virgin grade material for use in food packaging; Action on plastic packaging; delivering care for a cleaner world; 100% renewable energy;
Cisco Systems			0%			0%	Human rights; Responsible sourcing and manufacturing; Energy and gas reduction; Responsible resource use; Inclusion
HP Inc.			0%			0%	Long-term sustainable growth; carbon and water footprint; Maintained zero deforestation; renewable electricity
McCormick & Company			0%			0%	Climate change may negatively affect our business; safety and integrity; encourage diversity through leadership goals
Tesla Inc			0%			0%	First vertically integrated sustainable energy company; sell renewable energy at prices that are typically below utility rates; environmentally friendly vehicles

Suncor Energy	✓	✓	25%			0%	Reducing gas emissions intensity of our oil and petroleum production by 30%; climate risk transparency; safety; respect
Bombardier			0%			0%	Highest ethical and safety standards; lower fuel burn and CO ₂ emissions; Environmental awareness; eco-friendly transport solutions
National Australia Bank	✓		20%	✓		20%	Employee engagement; Human Rights Policy; low carbon and climate sensitive sectors; not finance: (i) oil/tar sands extraction projects; and (ii) oil & gas projects within or impacting the Arctic National Wildlife

Tabella 13: Sustainability Pay Link e keyword strategia

Fonte: elaborazione personale annual reports, CEO/CFO statement, proxy statements, ESG reports.

*NA: not available

Conclusioni

Nel presente elaborato si è cercato di analizzare e comprendere le principali dinamiche che caratterizzano la situazione attuale in materia di non financial disclosure e obiettivi di sostenibilità. Dai contributi accademici e dall'analisi empirica condotta, si è individuata una situazione ancora in via di sviluppo e con enorme potenziale. Le sfide legislative introdotte dall'Unione Europea, gli sviluppi organizzativi introdotti per quanto riguarda le politiche di inclusione e diversità all'interno degli organi decisionali e la complessità dei bisogni hanno permesso di cogliere il fatto che i temi ESG sono ormai un elemento imprescindibile per la sopravvivenza organizzativa e la creazione di valore condiviso. La presenza di cittadini, e quindi consumatori, più responsabili rende le imprese maggiormente sotto giudizio e rischio reputazionale, pertanto la comunicazione di tipo integrato risulta essere uno strumento prezioso al fine di garantire trasparenza e materialità alle informazioni fornite. Tuttavia, la coerenza tra quanto comunicato e quanto realmente agito dall'impresa viene trasmessa anche attraverso la presenza di piani remunerativi chiari e obiettivamente legati a target di sostenibilità.

Se i valori di sostenibilità vengono identificati come parte del core business aziendale, ci si aspetta che tali principi siano parte integrante anche del compenso ricevuto dal CEO, in quanto vertice responsabile delle decisioni relative alle priorità strategiche dell'impresa. Dai contributi dei diversi studi si è evidenziato più volte come oggi un numero crescente di imprese stia rivelando aspetti non finanziari delle loro prestazioni, siano essi positivi o negativi. Focalizzare i dipendenti al raggiungimento di target di sviluppo sostenibile aiuta le aziende a indirizzare tutti sulla stessa lunghezza d'onda, pertanto la remunerazione necessita di considerare tutte e tre le prospettive di sostenibilità, economica, sociale e ambientale, a tutti i livelli organizzativi. In aggiunta a queste considerazioni si ribadisce l'importanza del CdA come organo di vigilanza competente per la definizione di piani di remunerazione e target di sostenibilità. La presenza di esperienza, competenze e

valori differenti all'interno del *board* aiuta l'orientamento verso una molteplicità di soggetti e bisogni diversificati, rendendo l'azienda stessa un "cittadino responsabile". La composizione e l'indipendenza dei membri sono risultate diverse tra Paesi e settori, tuttavia ciò dimostra il fatto che sia ancora presente un ampio margine di miglioramento, vista anche la poca esperienza in termini di competenze ambientali e sociali specifiche da parte dei comitati all'interno del *board*. In alternativa, è possibile far riferimento a indicatori di tipo esterno, quali il Dow Jones Sustainability index, per integrare il miglioramento delle performance ESG quale obiettivo di remunerazione manageriale. Inoltre, si è notato dall'analisi di alcuni studi che imprese appartenenti alla cosiddetta "industria sporca" (energia, petrolio, gas) tendono a presentare comunicazioni non finanziarie di qualità superiore, ma gli obiettivi di sostenibilità integrati nella remunerazione tendono ad essere perlopiù di carattere sociale, in contraddizione con la natura estremamente inquinante dell'operato aziendale stesso. Tuttavia, nell'analisi del campione empirico non si è dimostrata questa evidenza, ciò si presume dovuto alla natura già sostenibile delle aziende considerate, le quali hanno optato per una modifica significativa del loro modello di business verso la produzione di energia rinnovabile o carburanti alternativi. In aggiunta, per quanto riguarda la natura della comunicazione si evidenzia che, considerata la diversificazione dei destinatari della comunicazione aziendale, la lunghezza e la complessità debbano essere ottimizzati al fine di favorire la comprensione delle azioni aziendali.

Infine, si conclude affermando che l'integrazione delle questioni ESG nella compensazione è nella sua fase iniziale e questi risultati sono una forte indicazione che la combinazione di report integrato, obiettivi di sostenibilità e remunerazione sono la chiave per intraprendere un percorso di sviluppo sostenibile a beneficio condiviso sia per l'azienda che per le diverse parti interessate coinvolte. Questi strumenti aumentano la legittimazione dell'impresa, la sicurezza di ridurre l'impatto ambientale e migliorare le condizioni sociali anche attraverso il coinvolgimento diretto del vertice esecutivo, per questo risultano una delle più solide soluzioni.

Bibliografia

Adams C. (2013) *Understanding Integrated Reporting: the Concise Guide to Integrated Thinking and the Future of Corporate Reporting*. Oxford: Do Sustainability.

Alfiero S., Cane M., Doronzo R., Esposito A. (2018). The effect of national cultural differences of board members on integrated reporting. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 14(1), 7-21.

Amelio S., CSR and Social Entrepreneurship: The Role of the European Union. *Management Dynamics in the Knowledge Economy* | 353 Vol.5 (2017) no.3, pp. 335-354,

Ben-Amar W, Belgacem I. (2018). Do socially responsible firms provide more readable disclosures in annual reports?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 25, 1009–1018.

Callan S.J., Thomas J. M. (2011). Executive Compensation, Corporate Social Responsibility, and Corporate Financial Performance: A Multi-Equation Framework. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 18, 332–351.

Callan S.J., Thomas J.M. (2014). Relating CEO Compensation to Social Performance and Financial Performance: Does the Measure of Compensation Matter? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 21, 202–227.

Chen H., Zeng S., Lin H., Ma H. (2017). Munificence, Dynamism, and Complexity: How Industry Context Drives Corporate Sustainability. *Business Strategy and the Environment* 26, 125–141.

CONSOB (2017) Documento Di Consultazione 21 Luglio 2017. Disponibile su: <<https://www.eticanews.it>>

Corporate Knights (2017). 2017 Global 100 results. The results for the 2017 Global 100 Most Sustainable Corporations in the World index. Disponibile su: <<https://www.corporateknights.com>>

Corporate Knights (2018). 2018 Global 100 results. The results for the 2018 Global 100 Most Sustainable Corporations in the World index.

Disponibile su: <<https://www.corporateknights.com>>

Corporate Knights (2019). 2019 Global 100 results. Overview of 2019 Global 100 Most Sustainable Corporations in the World index.

Disponibile su: <<https://www.corporateknights.com>>

Corporate Knights (2019). The 2019 Global 100: Overview of Corporate Knights Rating Methodology. Disponibile su: <www.global100.org>

Decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254. Disponibile su:

www.gazzettaufficiale.it

Deegan C., Islam M.A. (2012). Corporate Commitment to Sustainability – Is it All Hot Air? An Australian Review of the Linkage between Executive Pay and Sustainable Performance. Australian Accounting Review No. 63 Vol. 22 Issue 4

Direttiva 2003/51/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 18 giugno 2003 che modifica le direttive 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE relative ai conti annuali e ai conti consolidati di taluni tipi di società, delle banche e altri istituti finanziari e delle imprese di assicurazione. Disponibile su:

<https://eur-lex.europa.eu>

Du Toit E. (2017). The readability of integrated reports. Meditari Accountancy

Research 25 (4), 629-653. Emerald Publishing Limited. Disponibile su: [https://](https://repository.up.ac.za)

repository.up.ac.za

European Commission (2014). DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu>

EY (2017), EU Directive: disclosure of non-financial information and diversity information. Disponibile su: <<https://www.ey.com>>

EY, (2014). Tomorrow's investment rules Global survey of institutional investors on non-financial performance. Disponibile su: <<https://www.eycom.ch>>

Frank Bold (2017), Comparing the implementation of the EU Non-Financial Reporting Directive in the UK, Germany, France and Italy.
Disponibile su: www.purposeofcorporation.org

Frias-Aceituno J.V, Rodríguez-Ariza L., Garcia-Sánchez I.M. (2014). Explanatory Factors of Integrated Sustainability and Financial Reporting. *Business Strategy and the Environment* 23, 56–72.

Frías-Aceituno J.V., Rodríguez-Ariza L., García-Sánchez I.M. (2013). Is integrated reporting determined by a country's legal system? An exploratory study. *Journal of Cleaner Production* 44, 45-55

Frias-Aceituno J.V., Rodriguez-Ariza L., Garcia-Sanchez I.M. (2013). The Role of the Board in the Dissemination of Integrated Corporate Social Reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 20, 219–233.

García-Sánchez I.M., Rodríguez-Ariza L., Frías-Aceituno J.V. (2013). The cultural system and integrated reporting. *International Business Review* 22, 828–838.

García-Sánchez I-M., Martínez-Ferrero J., Garcia-Benau M-A. (2018). Integrated reporting: the mediating role of the board of directors and investor protection on managerial discretion in munificent environments. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1–17.

García-Sánchez I. M., Noguera-Gámez L. (2017). Integrated reporting and stakeholder engagement: The effect on information asymmetry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(5), 395–413.

Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, OJ N. C 215, 5/7/2017. Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu>

GRI (2013), The sustainability content of integrated reports - a survey of pioneers. Disponibile su: <<https://www.globalreporting.org>>

GRI, United Nation Global Compact, WBCSD (2017). SDG Compass. Linking the SDGs and GRI. Disponibile su: <www.sdgcompass.org>

GRI: (2012) <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRI-Reporting-Trends-2011.pdf>; The statistics are from the Sustainability Disclosure Database and include information as at 19 April 2012.

Hurt D.N., Kreuze J.G., Langsam S. A. (1998). Excessive CEO Compensation: Do “Socially Responsible” Firms Buck the Trend? *The Journal of Corporate Accounting and Finance* (Summer), 141-152

IAS 1, disponibile su: <http://www.revisorionline.it>

IIRC (2013). Il Framework <IR> Internazionale. Disponibile su:< www.theiirc.org>

Jensen C, Berg N, 2011. Determinants of Traditional Sustainability Reporting Versus Integrated Reporting. An Institutional Approach. *Business Strategy and the Environment* 21, 299–316.

Jouber H. (2019). How does CEO pay slice influence corporate social responsibility? U.S.–Canadian versus Spanish–French listed firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1–16.

Kolk, A., Perego, P., (2008). Determinants of the adoption of sustainability assurance statements: an international investigation. *Business Strategy and the Environment* 19, 182-198.

Le Grenelle de l’environnement (2007) <https://www.ladocumentationfrancaise.fr>

Lehavy R., Li F., Merkley K. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts. *Accounting Review* 86, 1087–1115

Li F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2/3), 221–247.

Li Q., Li T., Chen H., Xiang E., Ruan W. (2019). Executives' excess compensation, legitimacy, and environmental information disclosure in Chinese heavily polluting companies: The moderating role of media pressure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 248–256

Lo K., Ramos F., Rogo R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1–25.

Maas K., Rosendaal S. (2016). Sustainability Targets in Executive Remuneration: Targets, Time Frame, Country and Sector Specification. *Business Strategy and the Environment* 25, 390–401.

McKinsey (2017). Sustainability's deepening imprint. Disponibile su: <www.mckinsey.com>

Mio C, Venturelli A, 2012. Non-financial Information About Sustainable Development and Environmental Policy in the Annual Reports of Listed Companies: Evidence from Italy and the UK. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 20, 340–358.

Mio C. (2005), *Corporate Social Responsibility e Sistema di Controllo: verso l'integrazione*, FrancoAngeli, Milano.

Nigam N., Benetti C., Mbarek S. (2018). Can linking executive compensation to sustainability performance lead to a sustainable business model? Evidence of implementation from enterprises around the world. *Strategic Change* 27; 571–585

P. Habek e R. Wolniak, Assessing the quality of corporate social responsibility reports: the case of reporting practices in selected European Union member states. 50:399–420 (2015).

Prado-Lorenzo J. M., Garcia-Sanchez I. M. (2010). The role of the board of directors in disseminating relevant information on greenhouse gases. *Journal of Business Ethics*, 97(3), 391-424.

Principles for Responsible Investment and Global Compact LEAD (2012). Integrating ESG issues into executive pay. Guidance for investors and companies. Disponibile su: <<https://www.unglobalcompact.org/library/302>>

PWC (2018), Greater expectations. The age of the stakeholder has arrived. Disponibile su: <<https://www.pwc.co.uk>>

Regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002. Disponibile su: <<https://eur-lex.europa.eu>>

Sahakiants I. (2017). Investigating the Concept of Socially Responsible Executive Pay. In: Aluchna M., Idowu S. (eds). Responsible Corporate Governance. CSR, Sustainability, Ethics & Governance. Springer, Cham

Smith J., Adhikari A., Tondkar R., (2005). Exploring differences in social disclosures internationally: a stakeholder perspective. *Journal of Accounting and Public Policy* 24, 123-151

Soyka P. A. The International Integrated Reporting Council (IIRC) Integrated Reporting Framework: Toward Better Sustainability Reporting and (Way) Beyond. *Environmental Quality Management* (2013) Wiley Periodicals. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1002/tqem.21357>>

Strassoldo R. (1993) In: C. Mio (2005), *Corporate Social Responsibility e Sistema di Controllo: verso l'integrazione*, FrancoAngeli, Milano

Strauss K. (2019). The Most Sustainable Companies In 2019. *Forbes* [online]. Disponibile su: <<https://www.forbes.com>>

Tosi HL, Werner S, Katz JP, Gomez-Mejia LR (2000). How much does performance matter? In: Callan S.J., Thomas J. M. (2011). *Executive Compensation, Corporate Social Responsibility, and Corporate Financial Performance: A Multi-Equation Framework*. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 18, 332–351.

Turcu R. (2015). Integrated reporting: The Next Step Ahead for a Sustainable Society. *European Journal of Business Science and Technology* 1, 65–77

Vaz N., Fernandez-Feijoo B., Ruiz S. (2016). Integrated reporting: an international overview. *Business Ethics: A European Review* 25, 577-591.

Velte P. (2016). Sustainable management compensation and ESG performance – the German case. *Problems and Perspectives in Management* 14(4).

WCED (1987). Our common future. Disponibile su: <https://www.are.admin.ch>

Sitografia

<http://gunning-fog-index.com/index.html>

<http://integratedreporting.org>

<http://integratedreporting.org/ir-networks/>

<http://tools.morningstar.it>

<http://www.siemens.com>

<https://group.bnpparibas.com>

<https://investor.hp.com>

<https://it.finance.yahoo.com>

<https://natu.infoinvest.com.br>

<https://tesla.gcs-web.com>

<https://www.adidas-group.com>

<https://www.bb.com.br>

<https://www.bombardier.com>

<https://www.cisco.com>

<https://www.electroluxgroup.com>

<https://www.engie.com>

<https://www.erg.eu>

<https://www.globalreporting.org>

<https://www.gsk.com>

<https://www.investing.com>

<https://www.kpn.com>

<https://www.laleggepertutti.it>

<https://www.mccormickcorporation.com>

<https://www.nab.com.au>

<https://www.neste.us>

<https://www.novonordisk.com>

<https://www.panasonic.com>

<https://www.pearson.com>

<https://www.sanofi.com>

<https://www.sasb.org>

<https://www.suncor.com>

<https://www.toyota-global.com>

<http://www.unglobalcompact.org>

<https://www.unilever.com>

<https://www.vestas.com>

Le sopra citate URL hanno come ultima data d'accesso il giorno 8 giugno 2019