



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex
D.M. 270/2004*)
in Amministrazione, finanza e controllo

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Il report integrato
Nuovo strumento per comunicare
informazioni sulla creazione di valore

Relatore

Ch. Prof. Elisa Cavezzali

Laureando

Mauro Sanfilippo
Matricola 839881

Anno Accademico

2012 / 2013

Ai miei genitori

Indice

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1. LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA.....	5
1.1 INTRODUZIONE	5
1.2 LA COMUNICAZIONE FINANZIARIA.....	9
1.3 LA COMUNICAZIONE OBBLIGATORIA	13
1.4 LA COMUNICAZIONE VOLONTARIA	16
1.5 LA COMUNICAZIONE NON FINANZIARIA	21
CAPITOLO 2. IL REPORTING INTEGRATO	29
2.1 INTRODUZIONE	29
2.2 COS'È IL REPORT INTEGRATO.....	31
2.3 STORIA DELL' <i>INTEGRATED REPORTING</i>	35
2.4 L' INTERNATIONAL <IR> FRAMEWORK. PRINCIPI, CONCETTI ED ELEMENTI DEL REPORT INTEGRATO	43
2.5 L' AUDITING DEL REPORT INTEGRATO.....	51
2.6 I VANTAGGI DEL REPORTING INTEGRATO	53
2.7 LE PROBLEMATICHE E LE CRITICITÀ DEL REPORTING INTEGRATO	60
2.8 LA SITUAZIONE ATTUALE DEL REPORTING INTEGRATO	64
2.9 LE PROSPETTIVE FUTURE DELLA RENDICONTAZIONE INTEGRATA	68
CAPITOLO 3. L'IMPATTO DEL LIVELLO DI COMUNICAZIONE SU DIVIDEND YIELD E Q DI TOBIN	72
3.1 INTRODUZIONE	72
3.2 IPOTESI E METODOLOGI DELLO STUDIO	73
3.2 IL CAMPIONE E LA SUA ANALISI	79
3.3 RISULTATI	85
CONCLUSIONI	95
APPENDICE.....	97
BIBLIOGRAFIA.....	103
SITOGRAFIA.....	112

Introduzione

Dal primo decennio del nuovo millennio fino al giorno d'oggi l'informativa finanziaria ha conosciuto una costante evoluzione in ordine al soddisfacimento dei sempre più crescenti bisogni informativi degli utenti e del raggiungimento di un pubblico sempre più vasto. Tuttavia, l'aumento della complessità ambientale, da sempre accompagnato dalla crescita dimensionale dei *players* e dei *competitors* a livello mondiale, ha reso i mercati del *business* e del capitale sempre più articolati e di difficile gestione; di conseguenza, le fonti di rischio e di incertezza si sono sempre più ramificate e anche i modelli di *business*, per far fronte ad una sempre più elevata aleatorietà del mercato, sono diventati sempre più sofisticati. Tutto ciò ha generato una crescente richiesta di informazioni di qualsivoglia genere da parte degli utenti, di certo incuriositi ma anche impauriti dalla elevata complessità dei mercati finanziari attuali.

Le pratiche di *disclosure* e di comunicazione aziendali hanno quindi dovuto far fronte a questi continui sviluppi attraverso l'utilizzo di informazioni più dettagliate, ipotesi, modelli, criteri e fonti di valutazione alternative sull'incertezza nelle stime. È quindi necessario rivedere le modalità con cui le informazioni vengono create e fare in modo di instaurare un rapporto fiduciario con gli utenti. I soggetti che si assumono dei rischi per conto proprio o per conto terzi necessitano di trasparenza, specialmente in seguito a tutti gli scandali finanziari che ancora oggi caratterizzano il sistema economico e finanziario mondiale: investire in una data impresa dovrebbe diventare una scelta consapevole del rischio che ci si assume, o quanto meno avere a disposizione il maggior numero di informazioni, affinché questa possa essere presa in piena libertà. La gestione del rischio deve essere pertanto accompagnata da un flusso informativo costante e trasparente e deve rispondere realmente alle esigenze di tutti gli *stakeholders*.

Queste nuove tendenze pongono delle ulteriori sfide non solo per i redattori, che devono predisporre e sostenere queste nuove strutture informative, ma anche per gli investitori. I primi dovranno riuscire ad individuare dei validi principi di revisione, i secondi a discernere l'importanza delle informazioni pubblicate nel prendere le decisioni sulla base dei rendiconti finanziari.

La storia della comunicazione finanziaria non è nuova al mutamento delle esigenze degli utenti; si è sempre adeguata ad esse e le aziende che per prime si muoveranno in

questa direzione beneficeranno di un enorme vantaggio competitivo. Questo percorso di studio vuole pertanto porre l'accento sia sulla comunicazione finanziaria che sulla nuova frontiera della rendicontazione che già da qualche anno è rappresentata dal *report* e dal *reporting* integrato.

Nel primo capitolo analizzeremo la comunicazione finanziaria attraverso una rapida introduzione sulla comunicazione d'impresa che rappresenta la base su cui poggiano tutte le comunicazioni aziendali. Il secondo capitolo servirà per capire cos'è un *report* integrato ed analizzare le varie tappe che hanno portato all'ideazione dello stesso. Nel terzo capitolo si indagherà l'impatto del *report* integrato sul rendimento azionario e la potenziale esistenza di una correlazione tra il livello di comunicazione integrata e la Q di Tobin. Si potrà vedere come esista una correlazione positiva tra il livello di comunicazione e il rendimento azionario a livello nazionale e tra la Q di Tobin e l'indice di comunicazione a livello settoriale: i risultati ottenuti dimostrano come il *report* integrato sia uno strumento in grado di fornire un supporto concreto alla comprensione delle informazioni finanziarie.

Per questo motivo gli *stakeholders* dovranno fare in modo che le aziende si focalizzino sempre di più sulla rendicontazione integrata in modo da poter fare affidamento su un supporto informativo che segua sempre di più i loro bisogni ed interessi. Questo è lo scenario che si prospetterà nei confronti delle aziende che vorranno mantenersi competitive all'interno del loro mercato di *business*: una più sviluppata attenzione al tema del "sociale", anche con riferimento al proprio sistema finanziario-comunicativo.

Capitolo 1. La comunicazione finanziaria

1.1 Introduzione

La comunicazione delle imprese è da tempo riconosciuta come un fenomeno importante per l'economia delle stesse, tanto da essere considerata una funzione necessaria ed essenziale. Essa può concorrere a formare alcuni vantaggi competitivi, se non addirittura essere un possibile vantaggio competitivo. Ciò dipende anche da come essa viene strutturata.

Possiamo trovare diverse interpretazioni della comunicazione d'impresa. Essa può essere vista come la funzione del management che definisce, pianifica e gestisce l'immagine dell'impresa e i rapporti con gli stakeholder interni ed esterni (Rampini, 1990: 4). Oppure come *“il collante necessario affinché una definita strategia possa essere prescelta e quindi implementata con successo”* (Bertinetti, 1996: X). Nel loro libro *“Essentials of Corporate Communication”*, Van Riel e Fombrun (2007) definiscono la comunicazione aziendale come tutte le informazioni che vengono diffuse con l'obiettivo comune di migliorare l'operato dell'impresa. Questo è possibile attraverso l'insieme delle attività che generano delle situazioni di dialogo tra i diversi stakeholder attraverso la comunicazione interna ed esterna (Van Riel, 2007: 25).

È ben noto come il fenomeno comunicazione sia di importanza crescente nel tempo, basti pensare che, ancora pochi decenni prima della fine dello scorso Millennio, la funzione era praticamente sconosciuta e la mentalità prevalente era chiaramente rivolta alla riservatezza dei dati e di molte altre informazioni, soprattutto a causa della paura nella divulgazione di notizie che avrebbero potuto in qualche modo favorire la concorrenza od altri antagonisti dell'impresa.

Un'apertura alla comunicazione si inizia ad intravedere man mano che cresce il convincimento che l'impresa ha un bisogno sempre maggiore di creare consenso e fiducia attorno a sé, attorno ai propri comportamenti, scelte, strategie, risultati. La mancanza di consenso e di fiducia rende più difficile il raggiungimento di qualsiasi

obiettivo, crea problemi perfino insolubili, insomma rende più arduo qualsiasi percorso prescelto. Siamo arrivati al punto in cui non si può non riconoscere che i mezzi di comunicazione sono strumenti potenti, tali da condizionare fortemente la realtà apparente (Guatri et al., 1992: 53).

Oggi le risorse intangibili assumono una rilevanza sempre maggiore, l'impresa deve comunicare per rendere visibile, condivisibile, ciò che essa è, ciò che sa fare, la sua qualità, il suo valore. Solo così facendo può mobilitare le risorse tangibili e intangibili necessarie per il suo sviluppo.

Alla luce di quanto detto possiamo sintetizzare il ruolo della comunicazione aziendale, esplicitandolo nei seguenti compiti:

1. creare immagini positive tra le organizzazioni di gruppi interessati;
2. costruire un marchio aziendale;
3. sviluppare il capitale reputazionale.

Per raggiungere questi obiettivi, la comunicazione aziendale deve far parte della strategia aziendale ed essere eseguita come un insieme coerente (Van Riel et al., 2007: 27); pertanto è bene che venga gestita da un organismo interno in grado di riferirne e seguirne le direttive dei vertici dell'impresa i quali ne definiscono obiettivi generali e specifici.

La comunicazione, inoltre, è un utile strumento per accrescere la notorietà, correggere le valutazioni e le opinioni errate, diffondere informazioni di vario contenuto, creare differenziazione rispetto alla concorrenza, sviluppare influenza ed autorevolezza, creare un clima positivo e sostenere il morale di operatori interni, venditori, azionisti (Zago, 1988).

In altri termini, si può affermare che l'impresa comunica per migliorare se stessa e la propria immagine, per ricercare e mantenere un successo duraturo. In quest'ottica, l'impresa utilizza la comunicazione per ottenere credibilità strategica e reddituale, fiducia, legittimazione; ma anche per essere efficace, cioè capace di soddisfare i bisogni, ed efficiente, nel senso di corrispondere alle aspettative di chi controlla e/o fornisce risorse; e non da ultimo, per avere la capacità di suscitare adesione emozionale.

Ma è bene ricordare le parole di Coda, il quale sosteneva che in mancanza di un progetto chiaro e condivisibile non ci poteva essere comunicazione economica, per

quanto ben strutturata, tale da convincere anche gli interlocutori più preparati. (Coda, 1991:49).

Questo suo intervento fa capire come sia doveroso, prima di impegnarsi in qualsivoglia attività di comunicazione, riflettere su ciò che l'impresa è, sulle proprie competenze distintive, esplicitando con chiarezza gli obiettivi perseguiti e le strategie che ne consentono il raggiungimento; non si può, infatti essere trasparenti con gli altri se non lo si è con se stessi (Corvi, 2000: 12)

Quindi se è vero che gli obiettivi e i compiti della comunicazione occupano un ruolo di primo piano nelle sorti dell'impresa, è altrettanto importante disporre di un'efficace strategia di comunicazione. Da un punto di vista prettamente tecnico bisogna in modo razionale i messaggi da trasmettere, il pubblico a cui essi sono diretti, i mezzi, l'intensità, i modi e i costi adeguati per raggiungere tale pubblico e i tempi entro i quali realizzare il programma progettato. Ciò è di vitale importanza in un contesto "multi-stakeholder" dove soggetti diversi saranno interessati a informazioni diverse: maggiori saranno infatti la differenziazione dei sistemi e delle relazioni con cui l'impresa dovrà interagire nonché la composizione del pubblico di riferimento. Numerose sono infatti le categorie di *stakeholders* nelle quali è possibile suddividere il pubblico di riferimento: clienti, fornitori, creditori finanziari, azionisti, sindacati, amministrazione pubblica, associazioni, ecc. (Bertinetti, 1966: 17).

L'azienda controlla quindi il messaggio, il canale della comunicazione ed è in grado di garantire che la comunicazione contiene le informazioni ricercate ed esclude le informazioni meno significative (Ferns et al., 2008). Tuttavia, le organizzazioni hanno l'obbligo di fornire una comunicazione chiara, coerente e regolare su tutte le questioni relative alla loro attività. Ma, è anche opportuno ricordare che gli sforzi che l'impresa intraprende verso i propri *stakeholder* potrebbero essere pressoché inutili, qualora il valore creato non fosse percepito e compreso nella sua completezza.

Risulta evidente come il grado di accettazione e di apprezzamento all'esterno della strategia aziendale, e della cultura a cui essa si ispira, siano fondamentali per il successo della strategia stessa. Un'adeguata opera di comunicazione con il pubblico diviene in questo contesto "condizione necessaria, anche se non sufficiente, per guidare l'impresa verso il raggiungimento dei suoi fini istituzionali" (Demattè, 1988: 80)

Pertanto la capacità dell'azienda nel raggiungere il consenso necessario a nell'ottenere le risorse per operare richiedono:

1. una diffusione della comunicazione volta ad agevolare il completamento dei processi di valutazione aziendale;
2. l'adattamento dei contenuti, della tempistica e della modalità di trasmissione di messaggi sulla base delle aspettative informative dei vari tipi di destinatari.

Il successo aziendale deriva dal comportamento proattivo adottato nello svolgimento delle attività gestionali che questa mette in atto, ma i prerequisiti risiedono nella distribuzione della comunicazione sia interna sia esterna (Salvioni, 2002): la prima è diretta principalmente alla razionalizzazione dei comportamenti per il conseguimento degli obiettivi di gestione; la seconda è invece finalizzata alla soddisfazione delle aspettative di conoscenza e di valutazione detenute dalle diverse classi di *stakeholders*, e quindi tesa ad acquisire consensi presso terzi interlocutori, andando ad agire su quei valori che vanno a generare reputazione, come ammirazione, fiducia, stima (Amietta, 1988:25).

L'aspetto particolare della comunicazione esterna, che maggiormente ci interessa, è ovviamente la cosiddetta comunicazione finanziaria. La sua importanza è del resto testimoniata dal volume e dal numero sempre crescente dei mezzi di diffusione di tali notizie. Si tratta, in sostanza, *“di ogni tipo d'informazione, diretto all'esterno, suscettibile di influenzare in modo diretto, sia pure in misura molto varia, il prezzo delle azioni; e più in generale di aggiornare le conoscenze disponibili in ordine alle caratteristiche attuali e prospettive dei titoli emessi dalle società”*(Guatri et al., 1992: 60).

1.2 La comunicazione finanziaria

La letteratura nazionale ed internazionale ha prodotto numerosi contributi sul tema della comunicazione finanziaria. Molti autori hanno fornito definizioni e punti di vista differenti, dandone talvolta anche una nominazione differente e caratterizzandola in varie sfaccettature. Capita spesso che di fronte a così tanta proliferazione dottrinale si crei qualche confusione, pertanto si cercherà innanzitutto di fornire una chiave di lettura da un punto di vista terminologico.

Molto spesso quando si parla di comunicazione economico-finanziaria, ci si riferisce alla sua dimensione prettamente economica che, viene vista da Coda (1989: 8-9) come il trasferimento di informazioni dalla direzione aziendale a tutte le parti sociali riguardanti le prospettive future in ambito reddituale, finanziario e patrimoniale dell'impresa. Invece, la comunicazione finanziaria è, di fatto, qualsiasi informazione rivolta all'esterno dell'impresa in grado di influenzare direttamente il prezzo delle azioni e in grado di fornire la conoscenze necessarie per esaminare la situazione attuale e futura dei titoli emessi dalla società (Guatri et al., 1992:60). Bisogna tuttavia non sottovalutare anche la differenza che intercorre tra informazione e comunicazione. La prima viene definita da Belcredi (1993: 7) come l'insieme delle comunicazioni effettuate mediante qualsiasi strumento che permetta ad una società per azioni di informare tutte le categorie di *stakeholders* riguardo ad una determinata operazione di gestione oppure tutte le operazioni ma legate ad un determinato periodo di tempo.

Il concetto di comunicazione invece assume un significato più ampio, Di Stefano (1990: 146-147) afferma come comunicare sia un processo nel quale si produce "significato". Arrivando a sostenere che il valore creato dalla comunicazione si può manifestare addirittura senza che vi sia alcuna trasmissione di informazioni. Infatti, qualora un'impresa scelga la strada del silenzio su una determinata questione sarà il destinatario ad attribuire un "valore" a questa scelta, attribuendone un significato proprio. Quindi comunicare è visto come lo strumento per mettere di riflettere la posizione dell'emittente su una determinata questione.

A questa definizione fa eco Bertinetti (1996: 29) che identifica la comunicazione come elemento integrante dell'intero processo informativo di cui il messaggio fa parte,

associandola alla trasmissione di “valori” intesi non più come informazioni determinate o standardizzabili.

Quindi il flusso informativo che viene prodotto e comunicato subisce un processo di decodifica da parte dei destinatari e, poiché filtrato attraverso un processo di interpretazione, il risultato comunicativo può risultare diverso da quello desiderato dall'emittente. Tale flusso informativo si è modificato nel corso del tempo e oggi fa riferimento alle *performance* finanziarie passate, attuali e prospettive dell'azienda (Quagli, 2011: 13). Ma non è stato sempre così: basti pensare che fino agli anni Cinquanta parlare di una comunicazione economico-finanziaria volta alla divulgazione di particolari notizie, verso i dipendenti e/o gli interlocutori esterni, appariva come una violazione del principio della riservatezza aziendale. Chiunque avesse voluto avere qualche informazione sull'impresa poteva consultare solamente il bilancio destinato alla pubblicazione che, oltre ad essere uno strumento prettamente tecnico, era spesso elaborato sfruttando degli ampi margini di discrezionalità di cui godevano i redattori, sia per motivi riconducibili alla presunta segretezza che determinate notizie dovevano avere, sia a causa degli enormi vuoti legislativi che lo rendevano un documento spesso privo delle necessarie informazioni o, meglio, privo di un qualche significato interpretativo per coloro che cercassero informazioni più dettagliate (Corvi, 2000:59). La convinzione che fornire dettagli e notizie all'esterno fosse un qualcosa di inconcepibile, una vera e propria violazione del principio di riservatezza aziendale, si mantenne viva fino a quando, grazie al contributo di numerosi autori fra tutti Carroll (1979) e Freeman (1984), si iniziò a riconoscere un peso sempre più rilevante alla funzione sociale dell'impresa e a tutti gli *stakeholders*.

L'accresciuto sviluppo dei mercati finanziari, con un conseguente aumento della competitività tra le aziende nell'ottenimento di risorse finanziarie, ha spinto le imprese ad essere soggetti più aperti. Di conseguenza si è potuto valutare l'impresa in base a come questa operava sul mercato, alle scelte strategiche adottate e alle relative performance conseguite. (Guidara, 2011: 1)

Oggi il mercato è sempre più globale e l'informazione, a differenza di quanto accadeva in passato, è vista come un diritto attribuito non solo agli azionisti, ma anche ai terzi e alla collettività in generale. Purtroppo però, come osserva Salvioni (2002), ancora oggi quella che rischia di prevalere è “una cultura della reticenza, spesso

accompagnata da politiche di elaborazione con un chiaro orientamento manipolatorio e questo determina generalizzati atteggiamenti di sfiducia e di scarso interesse per i messaggi quantitativo-monetari d'impresa”(Salvioni, 2002:4). In altre parole, ci troviamo spesso davanti a “circoli viziosi” in cui la limitata volontà nel comunicare i principali fenomeni finanziari aziendali genera un’insoddisfazione nelle aspettative di informazione dell'ambiente circostante. L’insoddisfazione di tali aspettative, a sua volta, diminuisce ulteriormente la fiducia nel processo di comunicazione, e riduce l’efficacia della comunicazione stessa.

Analizzando le informazioni finanziarie pubblicate dalle imprese si può notare come il contenuto dell’informativa sia spesso determinato dalla volontà di non comunicare, o venga alterato con l’obiettivo di stabilire relazioni con specifiche categorie di *stakeholders*. In particolare , si può notare come:

1. le strategie di comunicazione siano rivolte essenzialmente alla necessità di sostenere in modo fittizio la crescita del valore dell’azienda, includendo ricavi mai conseguiti o sovradimensionati, oppure adottando politiche di *make-up* finanziario;
2. i bilanci siano espressamente finalizzati a legittimare risultati volti a garantire il drenaggio fiscale più basso possibile, spesso gonfiando i costi dell’esercizio o ritardando i ricavi al di là del periodo di riferimento, ecc. (Salvioni, 2002:5).

Come dimostrato da Argenti, (2009) il non comunicare finisce per rappresentare un atto di comunicazione in se stesso: il silenzio dei grandi gruppi finanziari come AIG o Goldman Sachs equivale a una dichiarazione. La privacy non può più essere utilizzata come uno schermo dietro la quale nascondersi. “*O raccontano la loro versione direttamente, oppure lasciano che siano altri a raccontarla, ma a modo loro*” (Argenti et al., 2009).

Pertanto diventa assolutamente necessario essere trasparenti o quanto meno esserlo il più possibile: aumentando e fornendo informazioni con cadenza più ravvicinata si è potuto superare i limiti delle dichiarazioni annuali rispetto al loro carattere storico, ma allo stesso tempo però si è spostata l’attenzione eccessivamente sul breve periodo a discapito del medio–lungo termine. Inoltre questi cambiamenti hanno creato i presupposti per la proliferazione di nuove logiche valutative, tecniche contabili e di

esposizione dei dati, così da permettere l'ampliamento dei destinatari, vista la crescente domanda di informativa da parte degli *stakeholders*.

Oggi una realtà quotata non può limitarsi a un confronto con la sola categoria degli investitori istituzionali o dei fondi di Private Equity: c'è un universo composto dai piccoli azionisti retail, dall'opinione pubblica, dai media, dai dipendenti, dalla politica. Un intero mondo che rischia di rimanere senza voce e al quale è necessario parlare con un linguaggio chiaro e comprensibile per non essere fraintesi o, più semplicemente, ignorati (Guidara, 2011:6).

L'equilibrio dinamico del sistema aziendale è infatti ottenuto anche attraverso un continuo confronto con un insieme di soggetti portatori di interessi non sempre convergenti. Tale confronto, attraverso la comunicazione e la trasparenza, può essere incanalato all'interno di un sistema di interessi oggettivi e condivisibili, allo scopo di raggiungere e mantenere l'equilibrio aziendale (Di Stefano, 1990:76). È necessario quindi che *“l'azienda sia a conoscenza delle esigenze dei destinatari dell'informativa, che si definisca a priori un pacchetto informativo e che esista al suo interno un metodo di analisi e controllo delle informazioni”* (Corvi, 1997:27).

In definitiva, la comunicazione economica-finanziaria non dovrebbe più rappresentare un impegno riguardante solamente le società quotate in Borsa, ma tutte le imprese che intendono svolgere un ruolo attivo nel loro ambiente. Tutto ciò richiede uno sforzo di comunicazione organico, continuativo e qualificato volto sostanzialmente a informare, sensibilizzare, motivare e fidelizzare il proprio pubblico di riferimento (Colombi, 1993:93).

1.3 La comunicazione obbligatoria

Quando si parla di comunicazione obbligatoria ci si riferisce a quelle informazioni che devono essere pubblicate sulla base di disposizioni normative.

“L’informativa obbligatoria nasce dall’esigenza di assicurare un livello minimo di trasparenza, tutelando il risparmio e cercando di favorire una certa stabilità e funzionamento del mercato” (Guidara, 2011:6).

Diviene necessario regolamentare il comportamento delle aziende, tutelare i risparmiatori e garantire il buon funzionamento del mercato finanziario. A tal proposito Coda (1991) osserva come i manager percepiscano la comunicazione finanziaria come uno strumento per creare un solido consenso, e non come un semplice obbligo legale a cui adempiere; infatti attraverso la comunicazione è possibile costituire un confronto serio tra impresa, analisti e investitori istituzionali, in quanto l’esercizio di una prassi comunicativa che rispetti i principi di chiarezza, correttezza e veridicità, oltre che un adempimento normativo, rappresenta le fondamenta per attirare nuovi investitori o smuoverne altri, cercando di modificare le loro convinzioni, facendo apprezzare l’impresa stessa.

L’informativa obbligatoria può essere scissa in tre sottocategorie: iniziale, periodica ed episodica.

L’informativa iniziale riguarda la pubblicazione del prospetto informativo che una società compila per quotarsi. Deve essere disposta seguendo quanto previsto dagli articoli 94 e 113 del TUF¹ e coerentemente con le indicazioni contenute negli articoli 51 ss. del regolamento emittenti CONSOB e nell’allegato 1B del medesimo regolamento. Nel prospetto informativo vi devono essere tutti gli elementi affinché un potenziale investitore possa compiere una scelta in piena consapevolezza (Guidara, 2011:7).

L’informativa periodica riguarda la pubblicazione di documenti a scadenza fissa: annuale, semestrale e trimestrale. Al termine di ogni esercizio infatti l’impresa deve pubblicare, secondo quanto previsto dall’articolo 154-ter del TUF, la relazione annuale che deve contenere il bilancio di esercizio, il bilancio consolidato e la relazione sulla gestione. Per quel che riguarda invece l’informativa semestrale, questa deve riportare una relazione finanziaria semestrale, dove deve essere presentato il bilancio semestrale

¹ D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, Testo Unico della Finanza.

abbreviato e la relazione intermedia sulla gestione. Per quel che riguarda invece l'informativa trimestrale, bisogna presentare un rendiconto intermedio di gestione in grado di fornire una descrizione della situazione patrimoniale e dell'andamento economico dell'impresa, nonché la lista degli eventi rilevanti che hanno avuto una qualche incidenza sulla situazione patrimoniale dell'impresa.

L'informativa episodica si divide in due sub categorie, quella tipica e quella atipica. La prima sottocategoria riguarda tutte quelle informazioni presenti agli artt. 70 e ss. del "Regolamento Emittenti Consob"² che prevedono una comunicazione dell'impresa al verificarsi di operazioni straordinarie tra cui: fusioni, scissioni e aumenti di capitale mediante conferimento di beni in natura, acquisizioni e cessioni, altre modifiche dello statuto ed emissione di obbligazioni, acquisto e alienazione di azioni proprie, conversione di una categoria di azioni in una differente, riduzione del capitale secondo gli artt. 2446 e 2447 del Codice Civile. Per quanto concerne invece l'informativa episodica non tipica, si fa riferimento a tutte le informazioni dovute che riguardano i cosiddetti fatti rilevanti. Questi ultimi rientrano nella categoria delle cosiddette informazioni privilegiate, vale a dire *"informazioni di carattere preciso, che se rese pubbliche, potrebbero influire in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari"* (Art. 181 del TUF).

Quanto detto finora ci fa capire come, nel corso degli anni oltre al bilancio si siano aggiunti numerosi prospetti volti a perseguire quelli che sono gli obiettivi della Consob stessa (Art. 91 del TUF), ovvero la tutela degli investitori, dell'efficienza e della trasparenza del mercato dei capitali e del controllo societario.

Storicamente il primo strumento di comunicazione è rappresentato dagli obblighi contabili, a cominciare dal bilancio, articolato nello stato patrimoniale, nel conto economico e nella nota integrativa. Per anni il bilancio è stato l'unico termine di riferimento per chi fosse alla ricerca di informazioni sull'attività di una società quotata, occupando il ruolo di documento cardine dell'informativa aziendale e di principale strumento a disposizione delle imprese per alimentare il rapporto con l'ambiente circostante (Fradeani, 2005). Il fine principale del bilancio è quello di fungere da strumento informativo sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa per i suoi *stakeholder* (Zanda, 2007). Nel bilancio vengono riportati in

² Si tratta del Regolamento 11971/99 con il quale la Commissione ha dato attuazione alle disposizioni previste dal D.Lgs 58/1998.

modo chiaro e veritiero i risultati economico-finanziari raggiunti dall'impresa durante l'anno e altre numerose informazioni indispensabili per la comprensione dei numeri presentati. Ma si tratta di uno strumento che a lungo è stato anche soggetto ad ampi margini di discrezionalità da parte dei redattori, alla luce di una legislazione lacunosa che lo rendeva privo delle necessarie caratteristiche informative. Un importante contributo alla standardizzazione dei metodi di redazione del bilancio è stato fornito, in Europa, dallo IASB (International Accounting Standard Board), con l'emanazione dei principi contabili internazionali IAS, a cui tutte le società con determinati requisiti si sono dovute omologare dal 1° gennaio 2005, andando ad integrare così le disposizioni civilistiche.

Tuttavia, il bilancio e tutti gli altri prospetti non sono esenti da problematiche e limiti. Le problematiche che risultano più evidenti riguardano il fatto che il bilancio possa essere “strumentalizzato” e plasmato per rispondere agli interessi contrastanti di diversi *stakeholders* e quindi falsandone il risultato economico-finanziario dell'impresa (Zanda, 2007).

Un'altra criticità ci viene fornita da Guatri e Massari, i quali osservano come il bilancio fornisca informazioni del passato, non fornendo proiezioni future sulle *performance* aziendali, né tanto meno illustrando le intenzioni strategiche del management, che sono quelle che maggiormente interessano gli investitori (Guatri et al., 1992).

Non sono pochi gli operatori che si chiedono quindi se, visto il grado di complessità dei mercati finanziari di oggi, non sia opportuno aumentare la quantità di informativa obbligatoria da parte delle società, magari agendo proprio sull'aspetto obbligatorio di tale informativa, caratterizzandola con un'accezione meno impositiva, riqualificandola come un'opportunità per aumentare la fiducia ed incrementare il valore dell'impresa, dato che, come abbiamo avuto modo di vedere durante questo periodo di crisi a più riprese, una perdita della fiducia fa diminuire la propensione al rischio e questo si ripercuote sull'economia reale.

A livello globale ci si sta rendendo conto che questo tipo di informativa obbligatoria non è più sufficiente. Benché completa e rispettosa di tutte le norme, non fornisce un quadro completo che permetta di apprezzare a pieno le dinamiche aziendali e fornendo una rappresentazione del valore dell'impresa. Da anni si parla di integrare i dati finanziari con ulteriori informazioni di natura non finanziaria (Guatri et al., 1992) e

a maggior ragione oggi, vista la complessità dei mercati finanziari, tale integrazione appare più che auspicabile. Riqualificare il reporting aziendale sotto questa prospettiva sarebbe un'ottima opportunità volta sia ad aumentare la fiducia sia ad incrementare il valore dell'impresa.

1.4 La comunicazione volontaria

La comunicazione volontaria delle imprese trae le sue origini nel passato dello sviluppo del business, quando, delegando ai manager la gestione delle società, i proprietari delle grandi *public companies* pretesero di essere informati sull'operato del management. Possiamo dire che la comunicazione volontaria nasce come conseguenza dell'asimmetria informativa tra le due parti, dove i manager erano meglio informati circa l'attività d'impresa rispetto ai proprietari.

Lo sviluppo dei mercati dei capitali ha portato, dopo le grandi crisi negli Stati Uniti del 1929, ad una manifestazione sempre più accentuata della comunicazione volontaria. Quando si parla di comunicazione volontaria ci si riferisce ad un'offerta aggiuntiva di informazioni che va ad integrare e completare quella obbligatoria. La particolarità di tale informativa è che questa non viene regolamentata o assoggetta a certificazioni e quindi, a differenza di quella dovuta, è lasciata alla libera scelta della società.

La scelta di fornire tali ulteriori informazioni è generalmente influenzata dalla cultura, da fattori sociali, economici e comportamentali che sono specifici per ogni impresa. Si parla di comunicazione volontaria ogni qual volta un amministratore "intende andare oltre il dettato legislativo" (Beretta, 2006:17).

Anche se, come abbiamo detto finora, la comunicazione volontaria non è esplicitamente disciplinata da norme o leggi, si ammette che molte di queste "rivelazioni volontarie" siano realizzate in modo da essere in accordo con le richieste delle commissioni di Borsa per quanto riguarda ad esempio le presentazioni delle

performance, l'analisi e la gestione del rischio, o per quanto riguarda le opportunità ed i risultati ottenuti o accantonati. Quindi accade che, al fine di ottenere capitali e per attirare nuovi possibili investitori, le aziende spesso rivelino volontariamente informazioni aziendali anche in assenza di una regolamentazione che lo preveda (Peres et al., 2008: 1407).

Vediamo in cosa consiste questo tipo di informativa. Come dice Beretta, possiamo individuare tre orientamenti ricorrenti in ambito di *voluntary disclosure*:

1. comunicare i fattori da cui dipende la creazione di valore a lungo termine;
2. comunicare le prospettive future dell'azienda evidenziando i piani di programmi, i rischi e le opportunità;
3. fare uno sforzo per allineare le informazioni diffuse all'esterno e quelle riportate dai vertici aziendali (Beretta, 2006:17).

A volte è semplicemente sufficiente completare e arricchire le comunicazioni che sono già disciplinate da un obbligo (è il caso, per esempio, degli incontri con gli analisti finanziari o delle *conference calls*, anche con la stampa specializzata, che vanno a integrare ai numeri le interpretazioni offerte dalla prima linea manageriale). Molto spesso però le aziende hanno l'incentivo a percorrere la strada della comunicazione volontaria solo quando percepiscono che gli operatori del mercato considerano tale informativa utile per valutarne il valore. Una completa informativa volontaria risulta particolarmente necessaria quando l'impresa è chiamata a gestire situazioni critiche. In un momento di difficoltà la comunicazione volontaria deve essere in grado di rassicurare gli interlocutori sulla piena consapevolezza da parte del management delle ragioni della crisi, al fine di ottenere il loro sostegno per un progetto di rilancio e di risanamento. Allo stesso modo attraverso questo strumento la società è chiamata a chiarire a tutti i vari *stakeholders* che non è focalizzata solo sul breve periodo, ma lavora invece per una strategia di ampio respiro.

Dopo aver visto il ruolo dell'informativa volontaria nei momenti di crisi, vengono riportate quelli che dovrebbero essere le informazioni che maggiormente suscitano l'interesse di investitori e *stakeholders*:

1. la strategia aziendale;
2. le informazioni di dettaglio per comprendere meglio l'evoluzione del complesso assetto economico aziendale e finanziario e le informazioni di tipo previsionale;

3. la descrizione del patrimonio intangibile dell'impresa e dei risultati sociali;
4. le comunicazioni di scostamenti significativi in termini di risultati societari (Guidara, 2007:17-18).

La comunicazione finanziaria genera una serie di benefici, che potrebbero incentivare il management a fornire maggiori informazioni nella speranza di ottenere effetti positivi. Ma non bisogna lasciarsi trarre in inganno, infatti la comunicazione finanziaria si accompagna anche a dei costi.

Possiamo sintetizzare quelli che sono i benefici riscontrati in letteratura proponendo un quadro di approcci teorici:

1. teoria dell'agenzia: l'informativa volontaria è qui una strategia finalizzata a convincere gli investitori che la società è ben gestita e condotta nei loro confronti. Viene ridotta l'incertezza degli investitori e con tutti gli *stakeholders*, e questo conduce a minori premi per il rischio (Jensen et al., 1976);
2. *legitimacy theory*: la comunicazione permette di legittimare la società presso i propri *stakeholders* (dipendenti, clienti, fornitori) e anche verso i concorrenti. Li rassicura sulle intenzioni e sulle capacità di mantenere fede agli obiettivi prefissati. Allo stesso tempo consolida il consenso della *business community* (Gray et al., 1996);
3. teoria della *lobby*: grazie alla comunicazione volontaria molte imprese facenti parte di determinati settori cercano di indirizzare un messaggio sia all'opinione pubblica sia al legislatore (e alle altre autorità) circa la necessità/inutilità di intervenire in certi contesti (Watts, 1986);
4. *signalling theory*: attraverso la comunicazione volontaria la società rende visibile ed evidenzia la superiorità del proprio modello di business rispetto agli altri *competitors*. In questo modo riesce ad attrarre meglio le risorse (sia capitale finanziario che capitale umano) di cui ha bisogno (Eccles et al., 1995).

A queste basi teoriche si aggiungono altri sei effetti positivi che, come evidenzia Eccles (1995), influenzano le imprese: *in primis* l'aumento di credibilità dell'impresa e dei suoi manager; con sempre minor importanza, l'aumento del valore delle azioni; l'aumento del potenziale numero di investitori a lungo termine; l'aumento dei

suggerimenti da parte degli analisti; il miglioramento dell'accesso al capitale; l'aumento del rapporto prezzo-utili; la diminuzione della volatilità delle azioni; l'aumento della liquidità delle azioni; il miglioramento delle relazioni con i fornitori; la diminuzione degli interventi politici per regolare il mercato.

Ma il livello di *disclosure* è influenzato anche dalle caratteristiche dell'impresa stessa, come quelle che, a detta degli esperti, giocano un ruolo importante nella divulgazione delle informazioni: le dimensioni (Buzby, 1975), lo stato di quotazione nel mercato (Singhvi e Desai, 1971), la numerosità dei mercati in cui è quotata, il leverage (Wallace et al., 1994), il tipo di mercati in cui è quotata (Malone et al., 1993), la numerosità di stakeholder interessati a ricevere notizie dall'azienda (in particolare il seguito degli analisti finanziari) (McNally et al., 1982) e la profittabilità (Singhvi e Desai, 1971).

Ma ci sono anche dei detrattori che preferiscono ridurre il flusso informativo; questi infatti ritengono che sia giusto limitare il grado di apertura dell'azienda in tema di comunicazione, non andando eccessivamente oltre quanto prevede obbligatoriamente la normativa, indicando i seguenti elementi di criticità:

1. costi di comunicazione: sono tutti costi che possono essere connessi all'attività di comunicazione, e quindi: costi competitivi (rilevare ai competitor aspetti importanti della strategia), *bargaining cost* (costi legati al fatto che dopo la comunicazione volontaria vi sarà una serie importante di *stakeholder* che avrà un maggior potere contrattuale essendo a conoscenza di elementi di potenziale pressione), *litigation cost* (costi di tipo giudiziario legati alle cause intentate da soggetti che avevano basato le proprie scelte di investimento sui dati favorevoli diffusi dall'azienda, ma che poi si sono rivelati non fondati), costi vivi dall'attività di comunicazione, costi di focalizzazione sul breve periodo, costi di continuità dell'informativi volontaria;
2. dispersione del vantaggio competitivo;
3. possibile riduzione del valore dell'azione in sede di IPO;
4. possibile pressione psicologica sul management (la cosiddetta "percezione di vincolo"): la libertà di azione del manager che ha deciso di comunicare informazioni prospettiche sarebbe minore (Guidara, 2011:31-37).

A maggior ragione e a sostegno di queste convinzioni proponiamo il risultato di uno studio condotto da García-Meca (2005) dal quale emerge che le aziende non siano molto propense a comunicare informazioni sulla ricerca, sviluppo e innovazione, ritenute il vero vantaggio competitivo mentre siano ben disposte a fornire quelle su strategia e situazione con la clientela.

Come abbiamo visto, molti sono i fattori che influenzano e che vengono influenzati dalla comunicazione volontaria. Però è bene ricordare che il livello di comunicazione utilizzato, inteso da un punto di vista sia qualitativo sia quantitativo, non è sinonimo di successo assicurato nell'ottenere tutti i benefici sopraccitati. Alla base del successo della comunicazione volontaria è necessario che questa risulti essere affidabile e credibile (Bozzolan, 2005).

Osservando la maggior parte dei bilanci annuali si potrebbe pensare che oggi le modalità di rendicontazione si stiano ormai orientando verso un aumento del volume delle informazioni, come dimostra il numero sempre più alto di elementi contenuti nei rendiconti finanziari, l'aggiunta di note e di nuove sezioni e il moltiplicarsi delle pagine.

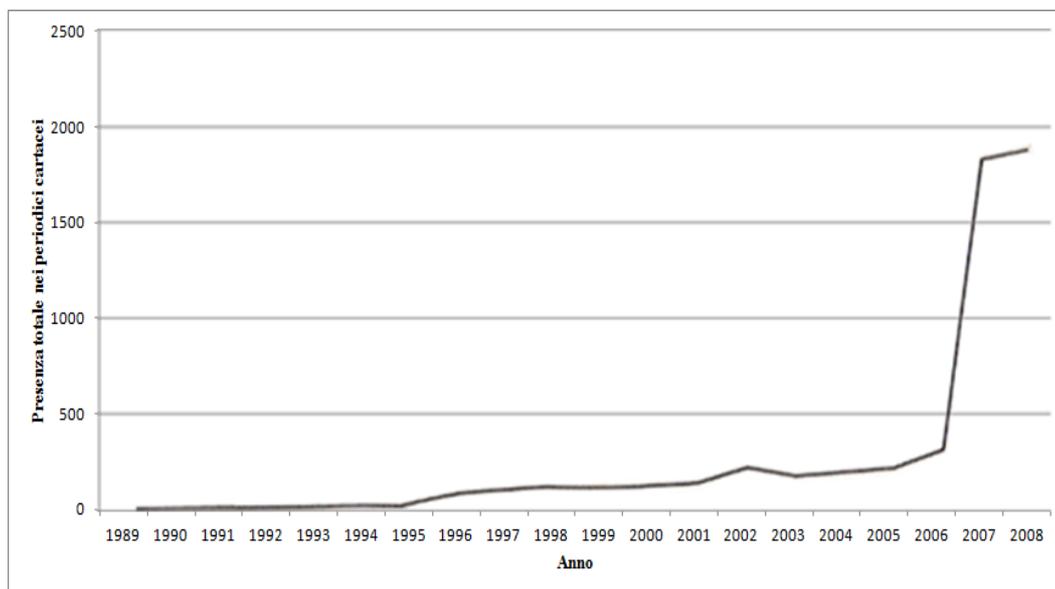
In realtà, la questione è ben più complessa, perché se osservata dalla prospettiva dell'utente, l'aumento della quantità delle informazioni è un fattore positivo se questo porta con sé informazioni più utili. Dalla prospettiva dell'impresa, invece, ad un aumento dell'informativa è spesso correlato anche un aumento dei costi e delle risorse umane necessarie a realizzare il documento. Ma la quantità non rappresenta un reale problema: Eccles (2012) infatti è convinto che la più grande criticità sia rappresentata dalla complessità, intesa come la difficoltà che hanno gli investitori nel capire la sostanza economica di una transazione, e i risultati e la posizione finanziaria di un'impresa. Questo si traduce nella realizzazione di un documento che, paradossalmente, diventa meno pertinente e meno utile per gli analisti e gli azionisti e spinge la maggior parte degli analisti e degli investitori - che devono scontrarsi con l'estrema complessità degli standard di rendicontazione e degli obblighi di comunicazione - ad acquisire le informazioni dai fornitori di dati finanziari per poi integrarle con i documenti rilasciati dalla società stessa, o con altre fonti di informazioni (ad es. interviste con i vertici dell'azienda, studi condotti da società di consulenza, opinioni di esperti, ecc.).

Accanto all'aumento della complessità nella rendicontazione finanziaria, è aumentata anche la necessità di una rendicontazione non finanziaria. Le informazioni sulle performance finanziarie di un'impresa rimangono, ovviamente, di estrema importanza, ma risultano ormai essere sempre più incomplete in un'economia della conoscenza in cui una percentuale sempre più alta dei beni societari sono intangibili e non compaiono nello stato patrimoniale (Eccles et al., 2012:131).

1.5 La comunicazione non finanziaria

Nel corso degli ultimi anni l'interesse per l'informativa non finanziaria ha avuto una crescita esponenziale. Basti guardare il trend dell'uso del termine "informazioni non finanziarie": risultante dal conteggio annuale del termine in tutte le pubblicazioni incluse nel database Dow Jones Factiva.

Figura 1.1: Uso del termine Informazioni Non Finanziarie



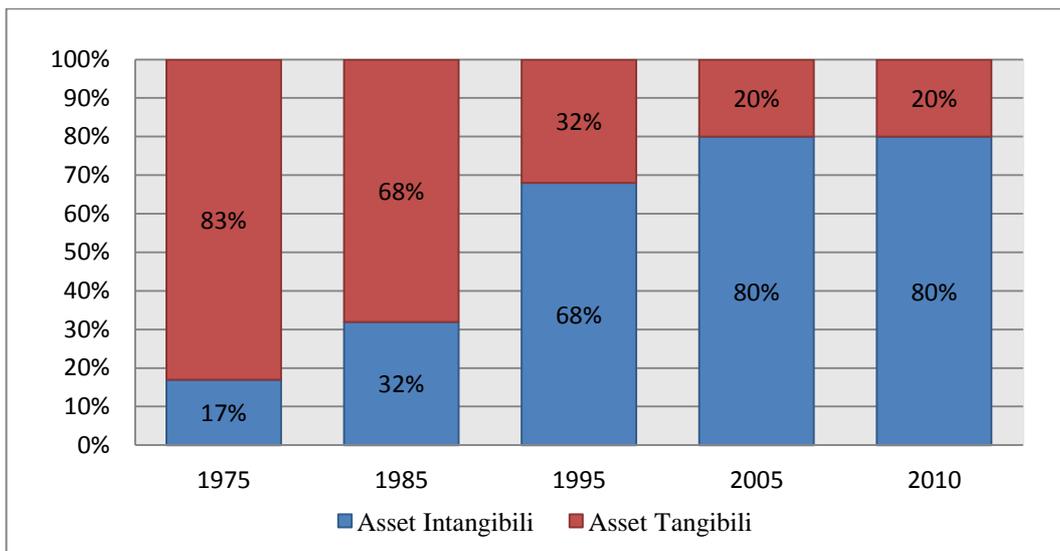
Fonte: Eccles R.G. et al., opera citata, 2012, p.133

Anche se la locuzione “informazione non finanziaria” è quella più usata, non esiste una definizione comunemente accettata del termine che, nella realtà, vede molti contesti di applicazione. Per alcuni la rendicontazione non finanziaria è un concetto esteso che può includere sia dichiarazioni volontarie che obbligatorie da parte delle imprese. Dalla prospettiva dell’azionista e dell’investitore, si tratta di informazioni che, oltre al rendiconto finanziario, sono rilevanti e materiali per le decisioni sugli investimenti (ICGN, 2008:11). Il termine viene anche usato per fare riferimento a informazioni descrittive contestuali, come l’MD&A (*management discussion and analysis*), o dagli *assets* immateriali o al capitale intellettuale. Infine, alcuni fanno corrispondere le informazioni non finanziarie con i KPI. Per Eccles (2012: 135) invece il termine informazioni non finanziarie ha un’accezione più ampia che può applicarsi “[...] a tutte le informazioni, comunicate agli azionisti e agli altri stakeholder, che non siano definite da uno standard di accounting o da un calcolo basato su uno standard di accounting, [...]. Dunque, le informazioni non finanziarie possono includere le informazioni economiche [...], i rapporti che usano informazioni contabili [...] e misure di tipo contabile per cui non esistono standard formali [...]”.

Sulla base della terminologia impiegata attualmente, l’ampia categoria delle informazioni non finanziarie può essere suddivisa in tre sottocategorie:

1. asset intangibili (inclusi il capitale intellettuale e altri intangibili);
 2. *key Performance Indicators*;
 3. parametri ESG.
-
1. Asset intangibili: un argomento di interesse comune per chi studia gli asset intangibili è la grande differenza che esiste fra il valore di mercato di una società e il suo valore contabile. Infatti possiamo vedere come il valore contabile sia passato dall’80% a meno del 20% del valore contabile nel giro di trentacinque anni (OceanTomo.com, 2013)

Figura 1.2: Components of S&P 500 Market Value



Fonte: elaborazione in base ai dati presenti su <http://www.oceantomo.com/about/intellectualcapitalequity>

La differenza è attribuita agli asset intangibili che, contrariamente a quelli tangibili, non compaiono sullo stato patrimoniale. Così come il termine informazione finanziaria, anche asset intangibile non ha un significato ampiamente riconosciuto e può essere sostituito da patrimonio intellettuale, capitale intellettuale e intangibile, di cui ci occuperemo anche nel prossimo capitolo, quando parleremo del ruolo che occupano i capitali all'interno del processo di reporting integrato.

2. Key Performance Indicators: i KPI sono strumenti di misurazione quantitativa dei risultati, ottenuti grazie ad asset tangibili e intangibili e considerati come gli indicatori principali della performance economica. I KPI sono parametri che riguardano: la qualità del prodotto, il tasso di rotazione dei dipendenti, i tassi di successo dello sviluppo di nuovi prodotti, la fidelizzazione dei clienti e così via.
3. Parametri ESG: gli indicatori ambientali, sociali e di governance misurano la performance di un'azienda in ognuno di questi campi e ne forniscono le relative informazioni. Un parametro ESG può essere considerato un asset intangibile quando produce un risultato quale, ad esempio, la salvaguardia della reputazione di un'azienda nel territorio in cui opera. Può essere, invece, considerato un KPI quando rappresenta in sé un risultato, come l'allungamento dei tempi di produzione dovuto al verificarsi di incidenti. In particolare Kaplan (Eccles et al., 2012: 145) riconosce a questi un ruolo molto rilevante: sostiene infatti che le imprese che hanno buone

performance ESG risultino avvantaggiate, ed adoperarsi per ridurre l'impatto ambientale, migliorare la sicurezza e i luoghi di lavoro, oltre che a tutelare la salute dei lavoratori, aumenta la produttività e diminuisce i costi operativi. Questo ha delle implicazioni anche sulla motivazione nei dipendenti che saranno più motivati a lavorare per imprese di questo tipo e quindi l'impresa potrà attrarre e mantenere il personale più qualificato. Inoltre, spesso buoni risultati ESG sono determinanti per incrementare la reputazione aziendale presso clienti e investitori. Tutto ciò fa sì che vi sia una correlazione fra risultati ESG e performance finanziarie.

Questo crescente utilizzo dell'informazione non finanziaria può essere spiegato dall'elevato interesse che ha il mercato per il grado di trasparenza di un'azienda, soprattutto intorno ai parametri ESG. L'elevato livello di interesse per i parametri ESG sembra ricadere sul fatto che alcuni investitori utilizzino la qualità dell'informativa ESG come proxy della qualità del management (Goldman Sachs, 2009). In secondo luogo risulta che l'interesse per le informazioni di governance e quelle ambientali sia maggiore di quello per le informazioni di carattere sociale: questo perché i dati ambientali sono più facili da quantificare e integrare in modelli di valutazione rispetto ai dati sociali (Eccles et al., 2011:1).

A dimostrazione che l'interesse in questa materia ha raggiunto una dimensione importante è la proposta *“recante modifica delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune società e di taluni gruppi di grandi dimensioni”* del 16/04/2013 con la quale la commissione europea ha indicati nuovi requisiti per la divulgazione di informazioni non finanziarie per tutte le grandi imprese dell'UE; viste le criticità riscontrate in merito alla carente trasparenza delle informazioni non finanziarie e alla mancanza di diversità nella composizione dei CDA.

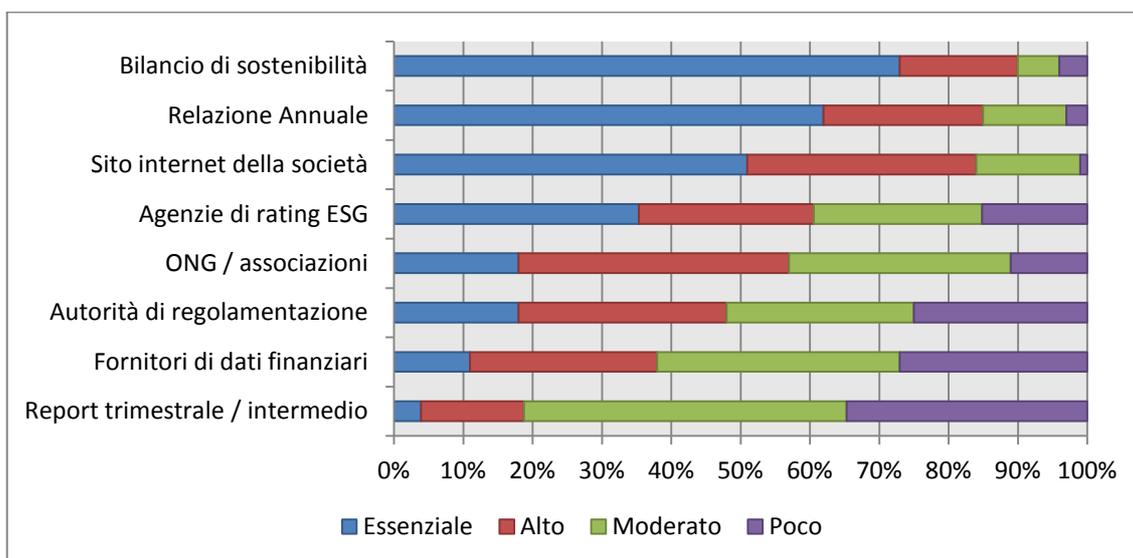
Nello specifico risulta di particolare interesse la proposta di modifica al paragrafo 1 dell'articolo 46. In particolare si chiede che la relazione sulla gestione contenga, oltre al resoconto sull'andamento della società, la descrizione dei principali rischi e incertezze che l'impresa deve affrontare. Inoltre per le società che si trovino in possesso di determinati requisiti³ l'analisi dovrebbe includere anche una dichiarazione di carattere

³ Si veda: Commissione Europea, *“Proposta di Direttiva Del Parlamento Europeo E Del Consiglio recante modifica delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE per quanto riguarda la comunicazione di*

non finanziario contenente informazioni ambientali, sociali, sul personale, sui diritti umani e sulla lotta contro la corruzione. Oltre a questo viene anche richiesto di presentare degli indicatori KPI sia per le performance finanziarie che non finanziarie allo scopo di rendere più chiara la comprensione dei risultati dell'impresa.

Se questa proposta venisse accettata sarebbe un segnale importantissimo per il mercato, in quanto, secondo l'UE (2013), ciò farebbe aumentare il numero di aziende produttrici di report non finanziari che passerebbe da 2.500 a 18.000. Verrebbe accolto con notevole favore anche dagli investitori che, secondo un recentissimo studio condotto da Eurosif e ACCA (2013), già da tempo consultano questi dati utilizzando prevalentemente i bilanci di sostenibilità (91% tra essenziale e alto) e le relazioni annuali (85%), seguono poi le altre fonti.

Figura 1.3: Le fonti più comuni per le informazioni non finanziarie

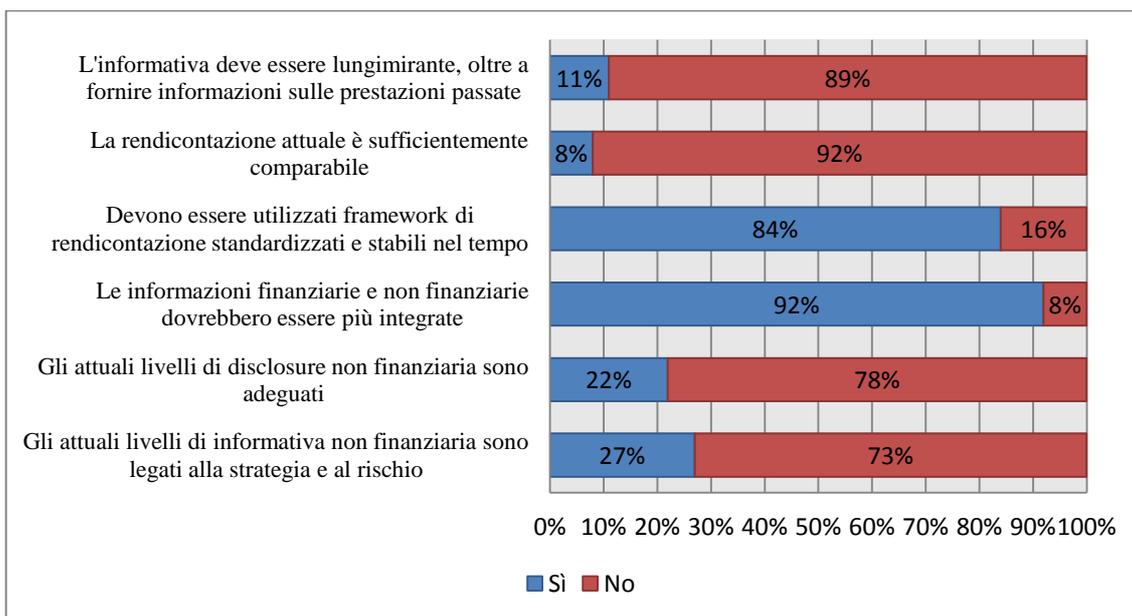


Fonte: Eurosif, Acca, "What Do Investors Expect From Non-Financial Reporting?" The Association of Chartered Certified Accountants June 2013, p.5

Se è vero che parte del totale degli investitori reperisce le informazioni non finanziarie dai rapporti di sostenibilità, dai report annuali e dai siti aziendali, è altrettanto vero che tali informazioni si rivelano appena sufficienti o poco affidabili, vediamo nel seguente grafico alcune criticità:

informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune società e di taluni gruppi di grandi dimensioni" del 16/04/2013, p.5.

Figura 1.4: criticità dell'informativa non finanziaria



Fonte: Elaborazione sulla base dei dati presenti in: Eurosif, Acca, "What Do Investors Expect From Non-Financial Reporting?" The Association of Chartered Certified Accountants June 2013

Si può notare da questi dati come le maggiori criticità si possono trovare nella mancanza di *framework* standardizzati, che di conseguenza causano una difficile comparabilità tra le aziende su questi dati non finanziari. Infatti, a differenza delle informazioni basate sugli standard di accounting, che assicurano almeno un grado minimo di comparabilità fra imprese e nel tempo, esistono pochi standard per la misurazione e la rendicontazione delle informazioni non finanziarie, il che rende difficile tale comparazione. Basti pensare che dal 2008, almeno 18 organizzazioni hanno emesso quadri di riferimento e di orientamento per la comunicazione delle informazioni non finanziarie (Eccles et al., 2011:4).

Tuttavia, negli ultimi anni ha preso sempre più piede un quadro per il reporting delle performance non finanziarie, in particolare si tratta del Global Reporting Initiative. Nel 2000, meno di 50 aziende preparavano i loro report utilizzando le linee guida GRI. Questo numero è cresciuto a 376 nel 2005, e ha raggiunto 5753 società nel 2013 (database.reporting.org). Il GRI è un potente marchio globalmente riconosciuto che ha fissato gli standard di fatto per la rendicontazione sui fattori ESG. Fondato nel 1997, si pone l'obiettivo di sviluppare un framework per la rendicontazione delle informazioni sulla sostenibilità, divulgando in particolare informazioni specifiche collegate a performance economiche, ambientali e sociali, che fanno riferimento a:

- dichiarazioni dell'amministratore delegato;

- indicatori chiave economici, ambientali e sociali;
- profilo del soggetto che sta procedendo alla rendicontazione;
- descrizioni delle politiche rilevanti e dei sistemi di gestione;
- relazioni con gli stakeholder;
- performance della direzione;
- performance operative;
- performance dei prodotti;
- panoramica sulla sostenibilità.

Sebbene alcune aziende facciano controllare questo tipo di informazioni da soggetti indipendenti, non esistono regole che le costringano a farlo. Questo tuttavia non scoraggia le imprese a prodigarsi nel cercare di fornire tali informazioni, come dimostrato dal crescente numero di report contenenti informazioni non finanziarie e di sostenibilità che ha raggiunto quota quasi 5.400 nel 2010 (CorporateRegister.com, 2010). A tal proposito i *non financial report* possono essere riassunti in:

- relazione sulla *corporate governance*, concernente l'assetto istituzionale dell'azienda;
- bilancio ambientale, ovvero un documento nel quale vengono descritte le principali relazioni tra l'impresa e l'ambiente;
- bilancio sociale o bilancio di sostenibilità che è uno strumento che permette di comunicare a tutti gli stakeholder su l'operato dell'impresa in ambito di sviluppo sostenibile (lami FINANZA-green.it, 2012).

Restano comunque dubbi circa l'attendibilità di queste informazioni e questi report, alcuni investitori ritengono che siano un mero esercizio di *branding* (Hespenheide et al., 2010:52-56) se non addirittura di *greenwashing*. Infatti, Bazillier et al., (2013: 3) riconducono a questo concetto, non soltanto situazioni in cui le imprese nascondono informazioni sconvenienti e/o negative al pubblico, ma bensì situazioni in cui le imprese decidono di sovra-comunicare riguardo al loro reale livello di CSR, decidendo deliberatamente di fornire informazioni non verificabili, così da indurre in errore i consumatori.

Nonostante tutte le perplessità che ruotano attorno alle informazioni non finanziarie, si ritiene che la Commissione Europea sia sulla strada giusta, augurandoci che possa proseguire verso un'informativa sempre più esaustiva e completa. Ma un ruolo fondamentale spetta anche agli investitori che devono continuare ad esercitare pressione su tali aspetti, così da farli rendere sempre più rilevanti all'interno delle imprese, e solo così le aziende inizieranno a prestare attenzione alle richieste e considerare i modi in cui possono cambiare il loro comportamento di conseguenza.

Una iniziativa simile a quella intrapresa dalla C.E. è già da tempo stata avviata dall'*Integrated Reporting Council International* (IIRC). Si tratta infatti di una coalizione globale di regolatori, investitori, imprese, standard setter, contabili e ONG, nata nell'agosto 2010, che ha l'obiettivo di creare un quadro globalmente accettato a livello internazionale in grado di sollecitare le imprese nella produzione di materiale informativo sulla loro strategia, la governance, le performance e le prospettive future in un formato chiaro, conciso e comparabile (theiirc.org, 2013). Questo nella prospettiva di creare un documento che possa includere il maggior numero di informazioni, dalle quali si riesca a determinare il valore creato dall'impresa. Di questo strumento che potrebbe avere un ruolo fondamentale e decisivo, ci occuperemo nel resto della tesi, andandone a valutare positività e criticità per poi, valutare quale possa essere il suo impatto sul valore dell'impresa stessa.

Capitolo 2. Il reporting integrato

2.1 Introduzione

A seguito della recente crisi finanziaria e della serie di collassi aziendali degli ultimi dieci anni⁴, molte persone hanno iniziato a percepire il sistema economico come qualcosa di negativo, malato. Questioni come gli enormi debiti nazionali e individuali, i grandi tassi di disoccupazione, la crescente disparità nella società, le frodi persistenti, i comportamenti non etici nella gestione di organizzazioni pubbliche e private, le crescenti preoccupazioni per l'ambiente hanno lasciato ampi segmenti della società contemporanea delusi nei confronti dell'esistente ordine sociale ed economico tanto da considerare il mondo degli affari come una delle principali cause dei problemi sociali, ambientali ed economici (Quattrone et al., 2013:33).

A questo si aggiunge anche la messa in discussione da parte degli *stakeholder* delle aziende della rilevanza e dell'attendibilità delle relazioni finanziarie annuali, con il conseguente aumento della diffidenza nel prendere decisioni di ogni genere.

I rapporti basati in gran parte su informazioni finanziarie non forniscono più una sufficiente conoscenza necessaria a consentire alle parti interessate di avere un quadro completo della performance dell'organizzazione e della sua capacità di creare e sostenere il valore.

In un contesto come questo, la pressione sul settore privato nel tenere in considerazione l'impatto sociale, ambientale ed economico del proprio comportamento, è cresciuta enormemente. I leader aziendali e gli imprenditori in generale si sono visti costretti a trovare un punto di coesione tra le questioni economiche ed ambientali, introducendo e implementando vari tipi di reportistica, in particolare il report di sostenibilità. Purtroppo i rapporti di sostenibilità non sono riusciti a colmare il gap informativo e "morale" di cui gli utenti avevano bisogno. Questi report appaiono spesso scollegati dai documenti contabili dell'organizzazione, in genere fornendo una visione

⁴ Ricordiamo alcuni dei più significativi a livello internazionale: Enron, WorldCom, Parmalat, Lehman Brothers.

retrospettiva delle prestazioni, non mettendo in evidenza il collegamento tra sostenibilità e la strategia di base dell'organizzazione, e presentando una mancanza di comparabilità e di coerenza con l'intero sistema informativo (Solomon e Solomon, 2006).

Nella maggior parte dei casi, questi rapporti non sono riusciti ad affrontare la persistente diffidenza che si era creata nei confronti di business perché gli stakeholder richiedevano sempre più informazioni rivolte al futuro, in modo da permettere loro una valutazione più efficace sul valore economico dell'organizzazione (Prefazione di King M., IRCSA, 2011:1). Inoltre, considerando anche i principi e le pratiche di reporting aziendale attualmente in vigore, il bilancio annuale si sta trasformando in un documento complesso e tecnicistico che può essere utile solo a gruppi di esperti contabili. Questi fattori hanno spinto gli *stakeholders* a ritenere il reporting aziendale sempre meno adatto a soddisfare le loro esigenze informative.

Di conseguenza, per fronteggiare le nuove esigenze degli *stakeholders*, diversi imprenditori, dirigenti aziendali e organizzazioni si sono mossi verso uno strumento ibrido che andava a collegare i valori ambientali, economici e sociali alla prestazione finanziaria. Sono state aggiunte poi tutte le informazioni legate alla strategia, alle opportunità e ai rischi del business d'impresa e si è creato così, con l'obiettivo di creare e distribuire valore, il report integrato.

Questo dovrebbe garantire un migliore allineamento dei dati riportati con le esigenze degli investitori, una disponibilità di informazioni non finanziarie più accurate per i fornitori di dati, dei livelli più elevati di fiducia con gli *stakeholders* chiave, un miglioramento delle decisioni di allocazione delle risorse (tra cui la riduzione dei costi), una migliore gestione del rischio, una migliore identificazione delle opportunità, un maggiore impegno con gli investitori e le altre parti interessate (compresi i dipendenti attuali e futuri) volta a migliorare attrazione e mantenimento di competenze, un rischio reputazionale inferiore, un miglior accesso al capitale a causa di una migliore divulgazione e un miglior sviluppo di un linguaggio comune, una maggiore collaborazione tra le diverse funzioni all'interno dell'organizzazione (IIRC, 2011:21).

Le aziende si trovano al centro di un processo che offrirà loro grandi opportunità per creare valore e occupazione, ma anche diffondere ricchezza agli investitori e a tutti gli *stakeholders*. Allo stesso tempo si troveranno ad affrontare numerose sfide, in

particolare quelle legate all'informazione e alla misurazione di una serie di nuovi fattori come attività non finanziarie e immateriali, reti globali di collaborazione, temi sociali e ambientali (Centre for Tomorrow's Company, 2011:4).

Questi temi verranno ripresi e approfonditi nel corso della nostra trattazione, cercando di fornire il maggior numero di informazioni necessarie per permettere di avere un quadro completo sulla reportistica integrata e di come essa si evolverà per tenere il passo con i cambiamenti nel panorama del business e delle sue nuove regole, ma anche per la volontà di nuovi investitori emergenti e di altre esigenze degli *stakeholders*.

2.2 Cos'è il report integrato

L'evoluzione della rendicontazione integrata ha accelerato notevolmente negli ultimi anni, tanto che, con la sua evoluzione, sono emerse nuove terminologie specialistiche e molte definizioni di reporting e report integrato. Bisogna da subito precisare però la differenza tra reporting e report integrato, anche se molto spesso vengono usati come sinonimi. Il reporting integrato è *“un processo fondato sul pensiero integrato⁵ che si traduce in un rapporto integrato periodico che comunica sulla creazione di valore nel tempo e le informazioni riguardanti gli aspetti della creazione di valore di un'organizzazione”* (IIRC, 2013: 33). Mentre il report integrato è *“una comunicazione sintetica che illustra come la strategia, la governance, le performance e le prospettive di un'organizzazione, nel contesto del relativo ambiente esterno, consentono la creazione di valore nel breve, medio e lungo termine”* (IIRC, 2013:8). Piuttosto simile è la definizione proposta nel King III⁶: *“a holistic and integrated*

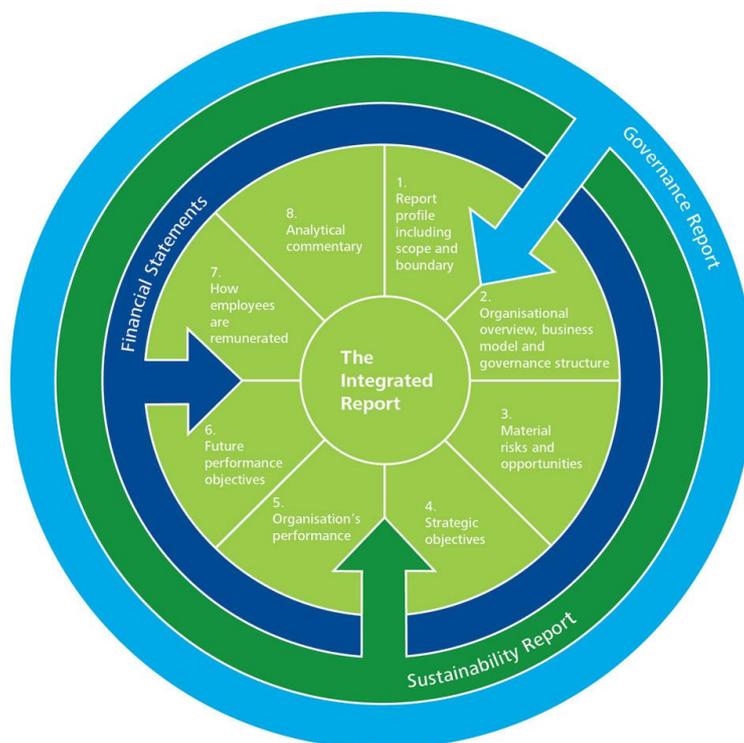
⁵ *“Pensiero integrato: valutazione attiva delle relazioni fra le varie unità operative e funzioni di un'organizzazione e i capitali che quest'ultima utilizza e influenza. Il pensiero integrato conduce verso un processo decisionale integrato e azioni mirate alla creazione di valore nel breve, medio e lungo termine.”* IIRC, *“The Final IR Framework”*, 2013,

⁶ Codice di governance di cui parleremo nel paragrafo 2.3.

representation of the company's performance in terms of both its finance and its sustainability" (IRCSA, 2011: 3).

Quindi il rapporto integrato non è una semplice fusione tra il bilancio annuale e il report di sostenibilità. Ma incorpora, nel modo più semplice possibile, tutte le informazioni materiali di entrambi e le integra anche con altre informazioni, così da permettere agli *stakeholders* di valutare le performance dell'organizzazione e per stabilire quale sia la sua capacità di creare valore. Questo dovrebbe essere possibile integrando in un unico documento tutte le informazioni su strategie, rischi e opportunità e quelle relative alle questioni sociali, ambientali, economiche e finanziarie (Prefazione di King M., IRCSA, 2011:1).

Figura 2.5: la struttura e il contenuto del report integrato proposti nel King III



Fonte: The role of Internal Audit in Integrated Reporting. A blend of the right ingredients, 2011, p. 6

Secondo l'IIRC (2013: 4) un report integrato dovrebbe prefiggersi di spiegare ai fornitori di capitale finanziario come l'organizzazione crea valore nel tempo. Ma allo stesso tempo deve essere in grado di fornire informazioni utili a tutti gli *stakeholders* interessati alla creazione di valore nel tempo, soddisfacendo le esigenze di dipendenti, clienti, fornitori, partner commerciali, legislatore, comunità locale, ecc (IIRC, 2013: 7).

Paul Druckman, CEO dell'*International Integrated Reporting Council* (IIRC), chiarisce quelli che sono i tre più comuni fraintendimenti della rendicontazione integrata. Il report integrato non vuole essere un ulteriore report, ma piuttosto l'evoluzione del reporting aziendale. Non è quindi nemmeno un report di sostenibilità, visto che non si stanno creando indicatori di sostenibilità; il report integrato contribuirà a far diventare la rendicontazione di sostenibilità un *mainstream* nell'ambito del reporting aziendale. È necessario precisare in questa sede la differenza tra il processo di consultazione per la realizzazione del *framework* dell'IIRC e il processo di reporting vero e proprio: il primo ha seguito un approccio multi stakeholder, avendo coinvolto diversi investitori e numerose imprese, il secondo invece è basato sul pensiero integrato.

Il pensiero integrato sta contribuendo all'evoluzione del sistema di reporting. L'idea di coesione verso un processo decisionale integrato potrebbe indirizzare la rendicontazione verso l'adozione di un'ottica sistemica. In quest'ottica il reporting integrato deve essere visto come una struttura formata da componenti separati, dove ognuno di questi influenza e viene influenzato dagli altri. Questo fa riflettere su quello che è stato l'approccio nei confronti del reporting finora. Si continua ad utilizzare un approccio analitico che, al contrario di quello sistemico, scinde il sistema nei suoi sottoelementi, per cercare di capire ciascuno di essi più pienamente. L'approccio sistemico guarda un sistema nella sua totalità, riconoscendo la sua complessità e le sue dinamiche, cerca di inquadrarlo in una prospettiva integrata con il tutto (Centre for Tomorrow's Company, 2011: 9).

Le differenze tra approcci possono essere riassunti come segue:

Tabella 2.1: Confronto tra approccio analitico e approccio sistemico

Approccio Analitico	Approccio sistemico
Preoccupazione nel definire le singole parti	Interesse nel comprendere l'intero
Focus sugli elementi piuttosto che sulla loro interazione	Focus maggiore sull'interazione degli elementi
Focus sulla struttura interna del sistema	Stesso focus sulla struttura interna del sistema e sulle sue interazioni con l'ambiente del sistema
Produce un modello statico	Genera un modello dinamico
Cerca di coprire la complessità	Abbraccia la complessità

Fonte: Centre for Tomorrow's Company, *"Tomorrow's Corporate Reporting. A critical system at risk"*, London, 2011, p.9

Adottando una visione sistemica, come sostenuto da Senge (1994):

"People see formerly 'undiscussable' problems rising to the surface. They realize that their old beloved ways of thinking have produced their current problems. Their new awareness reinforces their sense of hope about leading an effective change" (Senge et al., 1994).

Questo per far capire come il reporting integrato possa rappresentare l'occasione per discutere di problemi *"undiscussable"*, così di vedere le cose in un modo come mai è stato fatto finora. Affinché il report integrato si mantenga pertinente per gli investitori, svolgendo un ruolo cruciale per le decisioni di allocazione delle risorse finanziarie, è necessario che il concetto di integrazione comprenda sia la filosofia aziendale che i processi di rendicontazione (Adams, 2013).

Abbiamo potuto intravedere fino adesso come il report integrato sia legato in qualche modo al bilancio di sostenibilità, ma rappresenti qualcosa di molto più complesso e molto più ampio. Molte sono le questioni che un report integrato dovrebbe trattare, non solo quelle socio-ambientali, infatti, gli elementi ESG devono essere integrati, collegati, fusi con tutti gli altri elementi dell'impresa.

2.3 Storia dell'*integrated reporting*

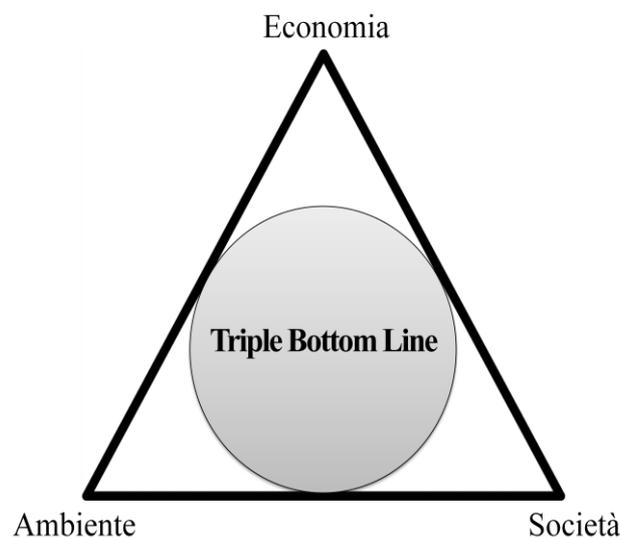
Il concetto di reporting integrato può essere fatto risalire a due teorie, entrambe risalenti alla metà degli anni Novanta, che avrebbero finito poi per convergere.

La prima ritiene che le aziende dovrebbero integrare le informazioni finanziarie con altre informazioni di carattere non finanziario, così da fornire qualsiasi tipo di informazione (ad esempio sui clienti, sul capitale umano, sull'innovazione, e su altre attività immateriali che siano di interesse per gli azionisti). I motivi che vengono citati da coloro che fanno questo ragionamento "azionista-centrico" spesso rientrano nella sfera della trasparenza volontaria. Questi asseriscono che le informazioni finanziarie sono un indicatore retrospettivo della performance della società, che fornisce una prospettiva futura imperfetta sulla performance finanziaria. Le informazioni non finanziarie invece possono offrire approfondimenti sui risultati attesi, fornendo un'informazione aggiuntiva che può spiegare il gap tra il maggior valore di mercato e il valore contabile delle aziende che spesso non è incluso nei bilanci (Eccles, 1991).

La seconda teoria è che le società hanno l'obbligo di comunicare le informazioni sulle loro prestazioni ambientali, sociali e di governance agli *stakeholders* diversi dagli azionisti, anche se gli azionisti non sono interessati a queste informazioni sulla "responsabilità sociale delle imprese" (Eccles et al., 2011). Questa seconda idea nasce nel 1997, quando John Elkington conia il termine "triple bottom line" (Elkington, 1997): la sua tesi si basava sul fatto che le imprese avrebbero dovuto preparare tre distinte *bottom line*, cioè tre risultati di esercizio. Le tre misure a cui Elkington fa riferimento comprendono: il profitto, (cioè il valore economico creato dalla società, o il beneficio economico per la comunità circostante e la società); le persone (le pratiche commerciali eque e favorevoli in materia di lavoro e la comunità in cui l'azienda svolge la propria attività); il pianeta, (l'uso di pratiche ambientali sostenibili e la riduzione dell'impatto ambientale). A tal proposito, alcuni autori (Konrad et al., 2006) suddividono la responsabilità economica in prestazioni finanziarie, in competitività a lungo termine e in impatto economico. La responsabilità ambientale viene suddivisa in risorse, emissioni e rischi o danni ambientali, mentre con responsabilità sociale si intende il contributo apportato al benessere sociale della società e degli individui. Ciò comprende una più equa distribuzione del reddito e della ricchezza all'interno della società e tra i paesi, nonché al miglioramento delle condizioni sociali all'interno e all'esterno dell'azienda.

La *Triple bottom line* di Elkington (1997) ha lo scopo di promuovere l'obiettivo della sostenibilità nelle pratiche di business e di misurare le performance economiche, sociali e ambientali della società per un periodo di tempo. Il problema principale della TBL risulta essere la difficoltà nel confrontare i conti "persone" e "pianeta" negli stessi termini di profitto, perciò i tre conti non possono facilmente essere sommati o combinati, e quindi devono essere considerati separatamente.

Figura 2.2: modello di TBL presentato da Elkington



Il concetto di *triple bottom line* è centrale nel riferire e valutare il successo di una società che non è solo responsabile per la crescita economica, ma anche per lo sviluppo sociale e la tutela dell'ambiente. L'Unione Europea afferma l'importanza della TBL esplicitando che *“la strategia dell'Unione per lo sviluppo sostenibile è basata sul principio secondo cui gli effetti economici, sociali e ambientali di tutte le politiche dovrebbero essere esaminati in modo coordinato e presi in considerazione nel processo decisionale”*(conclusioni della Presidenza, Consiglio Europeo di Göteborg, SN 200/1/01 REV 1). Solamente un'impresa che utilizza la TBL prende in considerazione tutti gli impatti e i costi che il suo business produce e quando questo avviene possiamo avere organizzazioni socialmente ed ecologicamente responsabili.

Gli investitori sono sempre più consapevoli dell'importanza delle prestazioni ESG per la performance finanziaria; le altre parti interessate stanno riconoscendo che la

performance finanziaria è una condizione necessaria, anche se certamente non sufficiente, per raggiungere gli obiettivi ESG che sono importanti per loro.

Queste teorie e il lavoro del GRI (di cui si è parlato nel paragrafo 1.5) permisero alla Novozymes, società di biotecnologie danese, di rilasciare nel 2002 quella che viene generalmente considerata la prima relazione integrata. Tuttavia il termine “integrato” apparirà solamente nel 2005, quando White (2005: 1) definirà come “*integrated, balanced and candid*” il report della società farmaceutica danese Novo Nordisk che conteneva sia informazioni finanziarie sia non finanziarie.

La prima azienda statunitense a rilasciare una relazione integrata è stata la United Technologies Corporation, impresa diversificata che fornisce prodotti e servizi altamente tecnologici all’industria aerospaziale e delle costruzioni, con la sua relazione annuale del 2008. Altri primi utilizzatori sono la società brasiliana di cosmesi Natura (2008), e la Philips, società diversificata nel campo dell’healthcare e dell’illuminazione (2008).

Tutti questi report hanno in comune la convinzione di essere il modo migliore per comunicare con gli azionisti e gli altri *stakeholders* in merito alle politiche sostenibili adottate dall’impresa e di come queste si integrino ed interagiscano con la strategia aziendale.

I primi utilizzatori aziendali hanno adottato i report integrati prima di ogni letteratura esistente sul tema, dimostrando come la pratica dia spesso il via allo sviluppo di nuove teorie di gestione.

Nell’agosto 2005, Solstice Sustainability Works pubblicava un documento, l’*“Integrated Reporting: Issues and implications for reporters”*, assolutamente in anticipo sui tempi, ma in grado di affrontare con una lucidità impressionante tutte le tematiche che poi sarebbero state sviscerate e approfondite da tutta una serie di articoli, documenti e blog sul reporting integrato. Un ulteriore contributo arriva da Eccles, che dopo un lavoro di ricerca ventennale, pubblica con Krzus il primo libro sul reporting integrato (*One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy, 2010*), senza dimenticare il “The Landscape of Integrated Reporting: Reflections and Next Steps” pubblicato nel novembre 2010 a seguito di un seminario sul reporting integrato presso la Harvard Business School.

Si può notare come il report integrato ha le sue fondamenta nella rendicontazione sostenibile, ma vedremo in seguito che quest'ultima non rappresenta il perno intorno a cui gira il report integrato, ma lascia spazio a tutta una serie di informazioni, come *business model*, strategie, ecc, che combinate mirano a dare un giudizio sul valore creato dalla società.

Ad ogni modo, sembra doveroso fare qualche breve considerazione sul report di sostenibilità, per comprendere meglio il percorso che ha portato alla nascita del reporting integrato.

La rendicontazione sociale e ambientale (di sostenibilità) si è evoluta gradualmente dal 1970, con una crescita accelerata nel reporting a partire dalla fine del secolo. Ora vi è una vasta letteratura accademica che esplora l'evoluzione del reporting di sostenibilità e dei suoi predecessori. La rendicontazione sociale e ambientale può essere vista come un mezzo per legittimare una società agli occhi dei propri *stakeholder*. Le aziende cercano di convincere la società che hanno a cuore gli interessi degli *stakeholder* e che condividono obiettivi comuni (Deegan, 2002). Pertanto il reporting di sostenibilità può essere visto come lo strumento che cerca di trasformare la richiesta di informativa societaria in un qualcosa di concreto. Bebbington e Gray (2001) sostengono infatti che la rendicontazione sulla sostenibilità ha il potere di influenzare e cambiare i comportamenti aziendali, aiutando le imprese a capire quale sia l'impatto delle loro scelte di business sulle risorse ambientali. Tuttavia, la letteratura accademica sta perdendo entusiasmo per la rendicontazione di sostenibilità, soprattutto con alcuni autori che interpretano i tentativi aziendali di legittimare l'attività di business come il risultato di un "costruttivismo sociale" in cui l'informativa è costruita solo per scopi retorici e politici (Everett e Neu, 2000). Questa perdita di interesse può essere giustificata dal fatto che ancora oggi vi è la mancanza di un linguaggio comune tra il mondo finanziario e quello ESG, anche alla luce del fatto che i fornitori di dati finanziari, come Bloomberg e Reuters, raccolgono e diffondono informazioni ESG, fornendole però in modo separato, scollegato da quelle di tipo finanziario. Addirittura anche all'interno della stessa rendicontazione ESG vi sono framework diversi (su questo punto bisogna dire che il reporting di sostenibilità è una pratica molto più giovane che, rispetto a quella finanziaria, sta subendo importanti cambiamenti in questi anni). A complicare la situazione e a renderla più confusa ci pensano le continue nuove metriche

di performance che vengono aggiunte, sulle quali molti continuano ad avere qualche perplessità (Eccles e Serafeim, 2011), considerato che, in un'ottica di progresso verso uno sviluppo sempre più sostenibile, molte di queste saranno da modificare e altre nuove verranno sviluppate.

Questo non deve essere visto solamente come un elemento negativo: infatti, attraverso la condivisione delle migliori pratiche poste in essere, sia dagli organismi internazionali sia dalle stesse aziende, si andranno ad identificare i parametri necessari per migliorare il futuro della rendicontazione. Un esempio in questa direzione è il lavoro del GRI.

Il GRI si è impegnato con numerosi soggetti diversi in tutto il mondo per evolvere continuamente le linee guida e giungere così alla nuova generazione G4, con l'obiettivo di rendere le linee guida G4 uno standard di riferimento ESG che possa diventare il protocollo generalmente accettato per il reporting ambientale, sociale e di governance a livello internazionale.

L'obiettivo chiave per le G4 sarà quello di rendere l'informativa ESG più *mainstream* (Ligteringen e Arbex, 2010) Ciò perché, anche se abbiamo visto una crescita continua nel reporting di sostenibilità negli ultimi dieci anni, è ancora lontano dall'essere un *trand mainstream*, le ultime prove suggeriscono che solo il 21 % delle società quotate in tutto il mondo riportano qualche informazione di sostenibilità (Bloomberg, 2010). Il lavoro del GRI potrebbe spingere molte più imprese ad avvicinarsi al tema della sostenibilità e visto anche l'interesse degli investitori in questo genere di informazioni, verso il report integrato.

Per trovare una corpus normativo che abbia come tema il report integrato, si può guardare al Sudafrica, il primo Paese che ha reso obbligatorio il reporting integrato per le società quotate in borsa. Tale risultato è il frutto di un percorso che parte nel luglio 1993, quando l'Institute of Directors in South Africa chiese al ex giudice della corte suprema del Sudafrica, Mervyn E. King di presiedere un comitato sulla corporate governance. Questa fu l'opportunità per educare il popolo sudafricano, da poco democratico, sul funzionamento di un'economia libera (Stewart, 2010). Nacque così il King Report sulla Corporate Governance, un codice innovativo di corporate governance, la cui filosofia ruota attorno a tre elementi chiave: la *leadership*, la sostenibilità e la buona *corporate citizenship*. La leadership etica ed efficace viene vista

come elemento essenziale per una buona governance, la sostenibilità come il principale imperativo morale ed economico del secolo. Mentre la *corporate citizenship* è l'insieme di responsabilità a cui deve sottostare una qualsiasi persona giuridica, e pertanto come tale deve rispettare la Costituzione, la società deve rispettare le leggi e operare in maniera sostenibile (Institute of Directors in Southern Africa, 2009: 9-10).

Nel 1994 è stata pubblicata la prima relazione King sul governo societario (King I), il primo rapporto del suo genere in Sudafrica (Hendrikse e Kendrikse, 2004: 339) che andò a regolare nomine e durata degli amministratori, oltre che alla remunerazione, alla determinazione degli amministratori non esecutivi e la periodicità con cui dovevano riunirsi. Definì inoltre, anche i requisiti per un auditing efficace. Ma non furono modificati solamente aspetti normativi, venne incoraggiato un approccio integrato che coinvolgeva tutti gli *stakeholder*, oltre a spingere per l'aumento dell'informativa finanziaria, sociale, etica e ambientale. (Cliff Dekker Attorneys, 2002: 2). Il King report venne applicato a tutte le società quotate sul mercato principale della Borsa di Johannesburg, ai grandi enti pubblici, alle banche, alle società finanziarie e assicurative e alle grandi società non quotate.

Nel 2002 King spinse per una revisione del King I. Si realizzò un nuovo rapporto, il King II, che andò a disciplinare le responsabilità degli amministratori, la gestione del rischio, la contabilità, l'auditing e in ultimo, il reporting di sostenibilità. Questo codice rivisto fu applicabile dal marzo 2002, anno in cui si tenne anche il Summit Mondiale sullo Sviluppo Sostenibile a Johannesburg. In aggiunta alle organizzazioni elencate nel King I, il secondo rapporto fu applicabile ai dipartimenti di Stato e a quelli della pubblica amministrazione nazionale, provinciale o locale che rientravano sotto il Governo Locale. Come la prima versione, anche questa fu di carattere non legislativo, non venne quindi applicata attraverso la legislazione, ma attraverso principi e pratiche che rientravano in una serie di leggi già esistenti che si applicavano alle imprese ed agli amministratori. Inoltre un'ulteriore applicazione di queste normative avvenne attraverso i requisiti previsti per la quotazione nella borsa di Johannesburg (Institute of Directors in Southern Africa, 2002).

In un'intervista del 2010 Mervin King, ammise di aver sbagliato nel trattare la sostenibilità nel King II come un capitolo a parte, perché così facendo le imprese finirono per riferire su di essa separatamente da altri fattori. Questo fu il motivo per cui

nel 2009 decide di rilasciare una nuova versione, il King III. Quindi è per colmare questa lacuna che la governance, la strategia e la sostenibilità furono integrate (Stewart, 2010).

Il terzo rapporto raccomanda alle organizzazioni di produrre un rapporto integrato al posto di una relazione finanziaria annuale e una relazione di sostenibilità separata e di farlo seguendo le linee guida del GRI. Inoltre sono state introdotte una serie di nuovi principi per affrontare gli elementi non inclusi nelle relazioni precedenti, come l'IT governance o la responsabilità dell'amministratore durante fusioni e acquisizioni.

In contrasto con le versioni precedenti, il King III è applicabile a tutti gli enti pubblici, privati e non profit. Sono inoltre incoraggiate tutte le organizzazioni ad adottare il King III e a spiegare come lo abbiano applicato o a fornire le motivazioni del perché non l'abbiano fatto. Il codice è entrato in vigore nel marzo 2010, in particolare i postulati devono essere rispettati per tutti gli esercizi che sono iniziati a partire dal 1 marzo 2010. Tuttavia, anche in questo caso, il codice di corporate governance non viene applicato attraverso la legislazione, ma grazie all'evoluzione del diritto sudafricano, che ha integrato molti dei principi contenuti nel King II, che ora fanno parte del "*Companies Act*" del Sudafrica, oltre ad altre norme che hanno fatto propri quelli del King III (Institute of Directors in Southern Africa, 2009: 4).

Il King report è stato definito da Banhegyi (2007: 317) come la più efficace sintesi delle migliori pratiche internazionali in ambito di corporate governance, oltre ad aver dimostrato che l'adozione di un report integrato non è un'utopia.

Qualche anno prima che venisse pubblicato l'ultimo King, l'Accounting for Sustainability (A4S) ha sviluppato il "*Connected Reporting Framework*" con lo scopo di aiutare le aziende ad integrare i fattori ambientali e sociali e di governance con le comunicazioni agli investitori e il bilancio di esercizio.

L'A4S nasce nel 2004 dall'iniziativa del Principe di Galles, il quale si fa promotore di un nuovo approccio della rendicontazione aziendale sostenendo che ormai la sostenibilità fa parte del DNA delle organizzazioni (accountingforsustainability.org, 2013).

L'idea di fornire un nuovo approccio al reporting aziendale deriva dalla crescente insoddisfazione, sia tra i redattori sia tra gli utenti, riguardo l'incompletezza, la lunghezza e la complessità dei numerosi bilanci annuali delle società. Il rapporto si

proponeva di collegare le strategie di sostenibilità con le strategie finanziarie delle imprese e di spiegare i legami intercorrenti tra obiettivi strategici, contesto sociale, rischi, opportunità e risorse chiave del business (accountingforsustainability.org, 2013).

Il risultato che si ottenne fu un quadro più completo, equilibrato, ma allo stesso tempo conciso della performance complessiva di un'organizzazione, che rifletteva la strategia dell'organizzazione e il modo in cui viene gestita (Jeyaretnam e Niblock-Siddle, 2010: 34). A seguito del successo di questo lavoro, nel dicembre 2009, il Principe Carlo chiese che venisse istituito un “*International Integrated Reporting Council*” con lo scopo di sovrintendere allo sviluppo di un approccio internazionale collegato ed integrato per il reporting aziendale. Questo appello fu accolto nel 2010 quando, l’A4S, in collaborazione con l’IFAC (International Federation of Accountants, e la Global Reporting Initiative (GRI), istituì l’International Integrated Reporting Committee (IIRC). Il Principe Carlo in quella occasione ribadì l’indispensabilità di questo organismo, visto che fino a quel momento si stava combattendo per affrontare le sfide del XXI secolo con il processo decisionale e i sistemi di reporting del XX secolo. Nel novembre 2011, il Comitato è stato rinominato *International Integrated Reporting Council* (accountingforsustainability.org, 2013).

Oggi l’IIRC è presieduto dal professor Mervyn King e si autodefinisce “*un'associazione globale che raccoglie organismi di regolamentazione, investitori, aziende, enti normativi, professionisti operanti nel settore della contabilità e ONG. Tutti i membri dell'associazione concordano sul fatto che il reporting aziendale deve evolversi per diventare una comunicazione sintetica che illustri come la strategia, la governance, le performance e le prospettive di un'organizzazione, nel contesto del relativo ambiente esterno, consentono di creare valore lungo il breve, medio e lungo termine*” (IIRC, 2013: cv2)

Grazie al lavoro di M.E. King e di tutti quelli che hanno creduto in un modello diverso, oggi le aziende possono beneficiare di un numero crescente di letteratura sulla rendicontazione integrata e al tempo stesso, coloro che scrivono su di esso hanno il vantaggio di un numero crescente di aziende che la stanno praticando, e cioè dall’ 8 dicembre 2013, data in cui si è concluso il percorso che ha portato l’IIRC alla pubblicazione del “The International <IR> Framework”. Lo scopo di questo framework

è di stabilire e spiegare i concetti che sono alla base dei principi guida e degli elementi rilevanti che regolano il contenuto complessivo di un report integrato (IIRC, 2013: 4).

2.4 L' International <IR> Framework. Principi, concetti ed elementi del report integrato

Il report integrato spiega come un'organizzazione crea valore nel corso del tempo. Tale valore non viene creato all'interno di o da un'organizzazione da sola, bensì attraverso un processo di creazione del valore che è influenzato dall'ambiente esterno, dalla relazione con gli *stakeholder* e dalle risorse impiegate dall'impresa stessa. Il report integrato non è rivolto solamente a misurare la capacità di creare valore per l'organizzazione in sé, bensì a misurare anche il valore che questa genera per gli altri, per tutti gli *stakeholder*.

Per poter comprendere meglio il processo di creazione del valore è necessario introdurre il concetto di "capitali". Si tratta di scorte di valore che possono aumentare, diminuire o trasformarsi attraverso il processo produttivo e in base ai risultati dell'organizzazione. L'impresa deve essere considerata quindi, come la sommatoria dei sei differenti tipi di capitale: finanziario, produttivo, intellettuale, umano, sociale e relazionale, naturale.

Per i primi due tipi non vi sono particolari problematiche poiché considerano i dati relativi alle informazioni finanziarie, mentre, per quelli restanti vi sono tutte le difficoltà riscontrate nella misurazione delle informazioni non finanziarie analizzate nel paragrafo 1.5. In particolare, le restanti quattro tipologie di capitali rientrano nella categoria degli asset intangibili.

Nel passato, per misurare gli asset intangibili o capitale intellettuale sono stati utilizzati diversi metodi, ad esempio i parametri del reddito, del capitale, del tasso d'interesse, attraverso formule più o meno sofisticate di matematica finanziaria, che riuscivano a quantificare, secondo metodi contabili, questi asset che, per loro natura, richiedono ulteriori e diversificati strumenti valutativi (Votta, 2001). Ad ogni modo, la misurazione del capitale intellettuale è una prassi in continua evoluzione, ma è possibile

proporre alcune delle tecniche più adottate. Una classificazione dei modelli che sono stati prodotti dalla letteratura, accademica e non, per misurare gli intangibili è proposta da Sveiby (2001) che distingue 4 categorie:

1. i metodi diretti, che mirano a fornire una stima economia del capitale intellettuale sia nelle sue singole componenti, sia nella sua globalità;
2. i metodi cosiddetti a capitalizzazione di mercato, che calcolano la differenza tra valore contabile e capitalizzazione di mercato;
3. le tecniche che calcolano un ritorno sugli asset intangibili (roa) in termini di utili e flussi di cassa, in relazione ad indici standardizzati di settore di attività produttiva; per differenza si calcola il Roa degli asset intangibili;
4. i metodi di *score card*, che utilizzano una serie d'indicatori del capitale intellettuale, da tenere sotto osservazione e che producono un indice composto per monitorare l'aumento o il decremento.

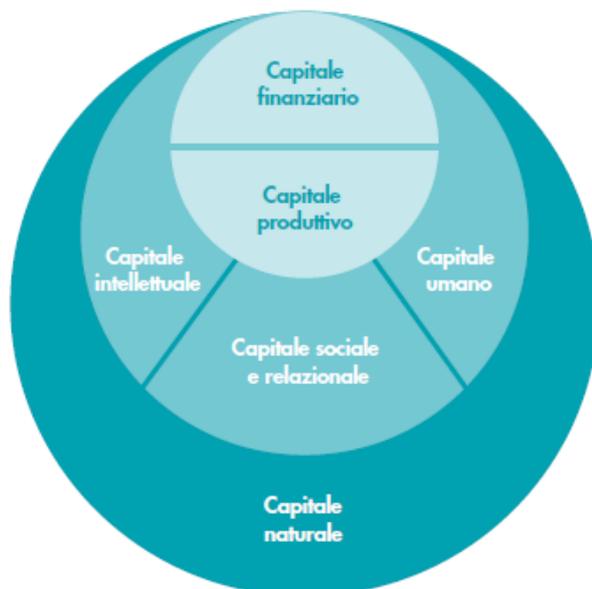
Il metodo che maggiormente ha interessato questo studio è il secondo. Infatti all'interno di questa categoria rientra il *Market to book value* che assegna agli intangibili d'impresa un valore pari alla differenza tra la capitalizzazione in borsa e il valore contabile del patrimonio netto. Nella medesima categoria è compreso inoltre la cosiddetta Q di Tobin, che è stata elaborata dal premio Nobel per l'economia James Tobin (1969). Questa sarà oggetto di ulteriori considerazioni e di analisi nel terzo capitolo, dove sarà indagato il legame tra la Q di Tobin e il livello di comunicazione adottato dall'impresa.

Si è detto dunque della misurazione del capitale intellettuale, ma non di come questo si componga. Il modello definito "*the value platform*" lo suddivide in tre aree:

Capitale intellettuale = Capitale umano + Capitale organizzativo + Capitale cliente

A questo modello ne sono succeduti altri che specificavano e personalizzavano la Value Platform originaria, anche guidati da concrete esigenze delle singole realtà in cui questi vennero concepiti (Panno, 2012: 212-214). Qui di seguito viene riportata la classificazione proposta nel Framework IR dell'IIRC (2013: 12-13) così da avere una panoramica complessiva dei capitali immateriali che vengono generalmente fatti rientrare all'interno del capitale intellettuale in senso lato.

Figura 2.3: Diagramma dei capitali



Fonte: IIRC, “Bozza di consultazione del Framework <IR> internazionale”, 2013, p. 12-13

- *Capitale intellettuale*: Beni immateriali organizzativi e basati sulle conoscenze che includono:
 - Proprietà intellettuale, quali brevetti, copyright, software, diritti e licenze
 - Capitale organizzativo, come conoscenze intrinseche, sistemi, procedure e protocolli
- *Capitale umano*: competenze, capacità ed esperienza delle persone, oltre alle relative motivazioni a innovare, che includono:
 - allineamento delle motivazioni al framework di governance, all'approccio di gestione dei rischi e ai valori etici dell'organizzazione, oltre al supporto di tali fattori;
 - capacità di comprendere, sviluppare e implementare una strategia dell'organizzazione;
 - lealtà e motivazioni per il miglioramento di processi, prodotti e servizi, inclusa la capacità di dirigere, gestire e collaborare.
- *Sociale e relazionale*: istituzioni e relazioni all'interno di comunità, gruppi di stakeholder e altre reti o fra di essi, nonché la capacità di condividere

informazioni al fine di aumentare il benessere individuale e collettivo. Il capitale sociale e relazionale include:

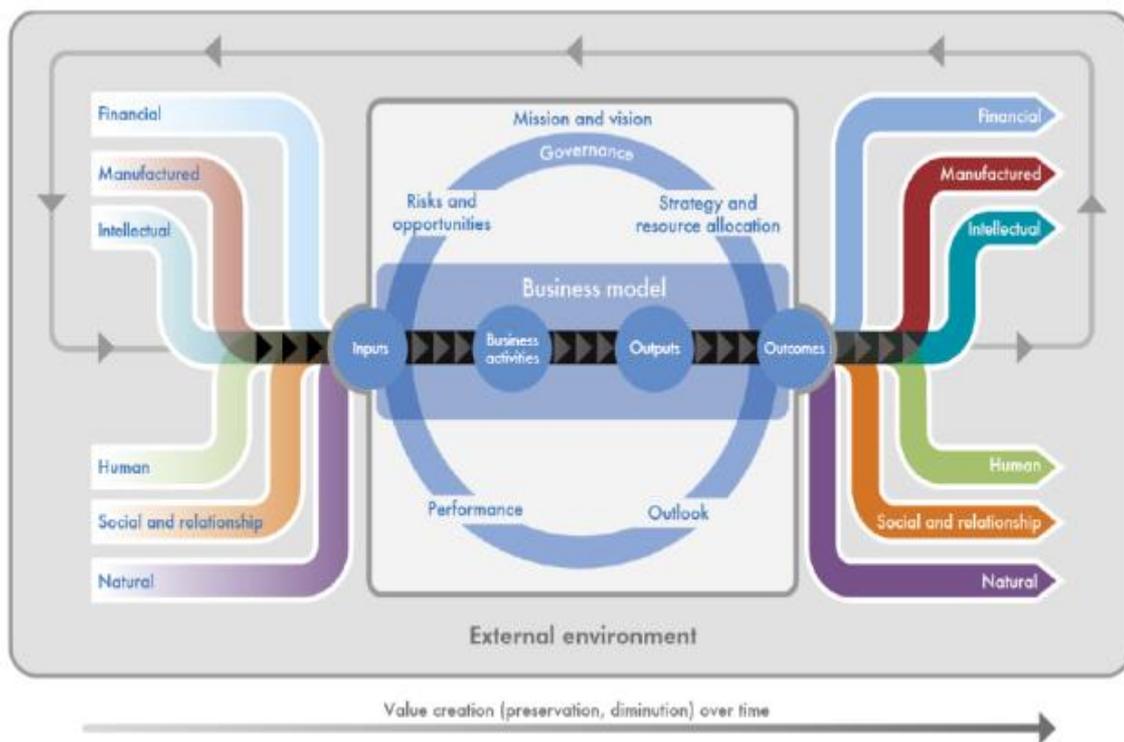
- regole condivise, comportamenti e valori comuni;
 - relazioni con gli stakeholder chiave, nonché la fiducia e la volontà di collaborare che un'organizzazione ha sviluppato, e si sforza di creare e proteggere, con stakeholder esterni, quali clienti, fornitori, partner commerciali, comunità locali, legislatori, organismi di regolamentazione e responsabili delle decisioni politiche;
 - capacità che consente alla società di operare nel sociale;
 - beni immateriali associati al marchio e alla reputazione dell'organizzazione.
- *Capitale naturale*: Tutti i processi e le risorse ambientali, rinnovabili e non rinnovabili, che forniscono prodotti o servizi per il successo passato, presente e futuro dell'organizzazione. Include:
 - aria, acqua, terra, minerali e foreste;
 - biodiversità e salute dell'ecosistema.

Tutte le componenti del diagramma dei capitali (figura 3.1) si è detto che subiscono delle variazioni tramite il processo produttivo e in base alle performance dell'impresa. Ma non basta, infatti bisogna tenere anche le esternalità che risultino avere un effetto materiale sui capitali. Queste, come tutti gli altri elementi materiali andranno ad incidere sul valore creato per l'organizzazione e di conseguenza anche sul giudizio dei fornitori di capitale finanziario e di tutti gli stakeholder, dato che necessitano di tutte le informazioni possibili al fine di valutarne gli effetti e allocare le risorse.

I capitali costituiscono lo “scheletro” sui cui può essere costruita l'analisi dell'impresa per il report integrato, anche se in realtà si tratta di una linea guida non vincolante per l'organizzazione consigliata alle imprese, in modo tale da poter registrare tutte le variazioni di valore di ogni singolo capitale, con la certezza di non trascurare nessun effetto che possa influenzare, o essere influenzato dall'attività d'impresa. (IIRC, 2013: 9-10).

Dopo aver introdotto il tema dei capitali e del valore si vede ora in cosa consiste effettivamente il processo di creazione di valore:

Figura 2.6: Processo di creazione del valore



Fonte: IIRC, *“The International <IR> Framework”*, pag.13

La capacità di un'organizzazione di creare valore per sé è legata al valore che crea per gli altri, e infatti è proprio su questo che il report integrato deve rendere conto. Il valore misurato può subire delle variazioni positive o negative, ma è anche possibile che resti stabile nell'ammontare complessivo, presentando dei mutamenti nella composizione interna dei capitali.

Tutti gli input (i capitali) entrano nel processo produttivo e si trasformano in output (prodotti finiti, semilavorati, rifiuti, ecc.), da questi si ricavano i risultati (aumento della reputazione, morale dei dipendenti, aumento o diminuzione dei capitali, quindi del valore). Affinché sia possibile identificare tutti i fattori che intervengono in questo processo, bisogna innanzitutto descrivere il business model e poi tutti gli altri elementi che influenzano il business e la sua strategia. Anche se potrebbe sembrare una questione da poco, andare ad identificare tutti i componenti che hanno delle implicazioni con l'attività di impresa è molto complicato e richiede uno sforzo importante sia in termini di tempo che di analisi. Per questo motivo il framework definisce questi fattori come

“elementi fondamentali” che stabiliscono il contenuto del report stesso e comunicano la storia della creazione del valore dell’organizzazione.

Per poter fornire un approccio più semplice, che non si tramuti in un semplice rapporto compilativo, gli elementi fondamentali sono stati presentati sotto forma di domande a cui è necessario rispondere nel modo migliore per esprimere la capacità unica dell’organizzazione di creare valore, mettendo così in evidenza le connessioni fra i vari elementi rilevanti ed evitando che siano confinati in sezioni isolate e autonome (IIRC, 2013: 13-14).

Un report integrato dovrà quindi rispondere alla seguenti domande:

- *“Panoramica sull’organizzazione e ambiente esterno: che cosa fa l’organizzazione e in quali circostanze opera?”* Si è tenuti a spiegare e a descrivere l’ambiente esterno, comprese le condizioni economiche, il cambiamento tecnologico, le questioni sociali, le sfide ambientali, e il contesto in cui opera l’organizzazione. Inoltre è richiesto di spiegare la mission e la vision dell’organizzazione, individuando il suo scopo e le sue intenzioni in termini chiari e concisi.
- *“Governance: in che modo la struttura di governance dell’organizzazione supporta la sua capacità di creare valore nel breve, medio e lungo termine?”* I responsabili dell’attività di governance rispondono della creazione di una struttura di supervisione adeguata a sostenere la capacità dell’organizzazione di creare valore.
- *“Modello di business: qual è il modello di business dell’organizzazione e in che misura può essere considerato strutturato?”* Al centro dell’organizzazione c’è il suo modello di business, questo deve essere descritto e spiegato. La capacità del modello di business di adattarsi ai cambiamenti (ad esempio; la disponibilità, la qualità e l’accessibilità agli input) può influenzare la redditività a lungo termine dell’organizzazione.
- *“Opportunità e rischi: quali sono le opportunità e i rischi specifici che influenzano la capacità dell’organizzazione di creare valore lungo il breve, medio o lungo termine e in che modo sono gestiti dall’organizzazione?”* Il monitoraggio continuo e l’analisi del contesto esterno applicati alla mission e alla visione dell’organizzazione identificano quelli che sono i rischi e le

opportunità rilevanti per l'organizzazione, per la sua strategia e per il suo modello di business.

- *“Strategia e allocazione delle risorse: qual è l'obiettivo dell'organizzazione e come intende raggiungerlo?”* La strategia della organizzazione identifica come intende ridurre o gestire i rischi e massimizzare le opportunità. Essa definisce gli obiettivi strategici e le strategie per raggiungerli che sono poi attuate attraverso piani di allocazione delle risorse.
- *“Performance: in quale misura l'organizzazione ha raggiunto i propri obiettivi strategici e quali sono i risultati ottenuti in termini di effetti sui capitali?”* L'organizzazione ha bisogno di informazioni circa le sue prestazioni. Ciò prevede la creazione di sistemi di misurazione e monitoraggio per fornire informazioni al processo decisionale.
- *“Prospettive future: quali sfide e incertezze dovrà probabilmente affrontare l'organizzazione nel perseguire la propria strategia e quali sono le potenziali implicazioni per il modello di business e per le performance future?”* Il processo di creazione di valore non è statico; il riesame periodico di ogni suo elemento e delle sue interazioni con gli altri, combinato ad un focus verso una prospettiva futura, guidano la revisione e il perfezionamento di tutte le sue componenti (IIRC, 2013: 7).

Ma non è sufficiente rispondere alle precedenti domande secondo criteri soggettivi. Tutte le informazioni che determinano il contenuto del report integrato e le modalità con cui queste vengono presentate devono rispettare i principi guida del framework. Questo per consentire un sufficiente grado di comparabilità tra le imprese e soddisfare le rilevanti esigenze di informazione. Al tempo stesso però, si vuole offrire un adeguato equilibrio tra flessibilità e prescrizione, e non un approccio rigido basato su regole. Non vengono definite, quindi, norme di misurazione e di divulgazione sulle singole questioni, e neanche indicatori di performance specifici. Questo approccio meno rigido è stato pensato al fine di riconoscere la grande varietà di circostanze individuali delle diverse organizzazioni.

I principi guida:

- *“Focus strategico e orientamento futuro:* un report integrato deve fornire informazioni dettagliate sulla strategia dell'organizzazione e su come tale strategia influisce sulla capacità di creare valore nel breve, medio e lungo termine, illustrando l'utilizzo dei capitali e gli effetti su questi ultimi”
- *“Connettività delle informazioni:* un report integrato deve mostrare, nell'ambito di un rendiconto completo sulla creazione di valore, la combinazione, le correlazioni e le dipendenze fra i componenti materiali per la capacità dell'organizzazione di creare valore nel tempo”
- *“Risposta degli stakeholder:* un report integrato deve fornire informazioni dettagliate sulla qualità delle relazioni dell'organizzazione con i propri portatori di interesse (stakeholder) e illustrare in che modo e fino a che punto l'organizzazione ne comprende, tiene in considerazione e soddisfa le esigenze, le aspettative e gli interessi legittimi”
- *“Materialità:* Un rapporto integrato dovrebbe fornire informazioni su questioni che riguardano sostanzialmente la capacità dell'organizzazione di creare valore nel breve, medio e lungo termine”
- *“Sinteticità:* un rapporto integrato dovrebbe essere conciso”
- *“Affidabilità e completezza:* un report integrato deve contenere tutte le questioni materiali, sia positive che negative, in modo equilibrato e senza errori materiali”
- *“Coerenza e comparabilità:* le informazioni contenute in un report integrato devono fare riferimento a una base coerente nel tempo ed essere presentate in un formato tale da consentire il confronto con altre organizzazioni, nella misura in cui quest'ultimo risulti utile all'organizzazione per creare valore” (IIRC, 2013: 6).

In questi ultimi anni è stato fatto tanto per portare alla ribalta il reporting integrato e l'IIRC si è impegnato molto per produrre il suo framework. Tuttavia, a nostro avviso, il framework potrebbe rischiare di cadere nello stesso errore dei lavori che l'hanno preceduto: quello di non definire uno standard preciso di rendicontazione. Il framework IIRC infatti non prende una posizione per quanto riguarda la fissazione di parametri di riferimento per la qualità della strategia o sul livello delle prestazioni dell'organizzazione, e al tempo stesso non prescrive indicatori specifici in termini di

KPI o metodi di misurazione. Privilegiando la forma qualitativa su quella quantitativa si rischia di perdere il focus sugli argomenti principali e “annacquarli” in un flusso retorico. Chiaramente fare questo tipo di ragionamenti appare abbastanza prematuro.

Ad ogni modo, visto che il processo ha coinvolto un buon numero di imprese e investitori di tutto il mondo, e vista la partecipazione del GRI e di M. King, crediamo che il framework riuscirà a farsi largo nel settore come strumento principe di rendicontazione.

2.5 L’Auditing del Report Integrato

Un tema di interessante rilievo riguarda i controlli sul report integrato. Infatti, per poter fornire tutte le informazioni necessarie affinché tutti gli stakeholder possano prendere le loro decisioni è necessario garantire la qualità delle informazioni.

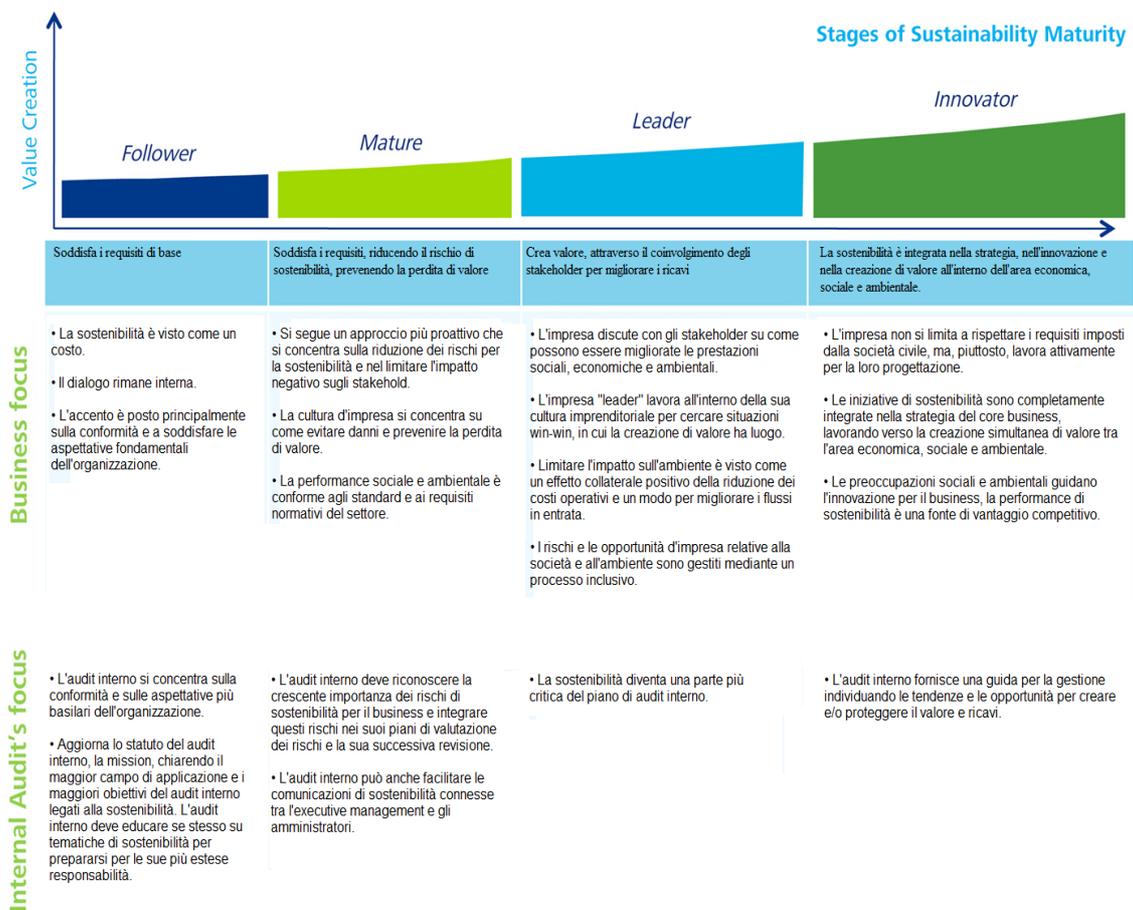
Le organizzazioni dispongono di una grande varietà di strumenti per assicurarsi che il report integrato includa informazioni complete e affidabili, tra questi strumenti vi è l’*audit* interno. L’*audit* interno può essere visto come uno strumento che certifica l’affidabilità del report integrato, attraverso il quale le organizzazioni devono fornire garanzie sulla veridicità delle informazioni riportate. L’*audit* è fondamentale perché garantisce rispetto di standard qualitativi durante la preparazione di una relazione integrata, e permette al management di revisionare il report e di giudicare se le informazioni, in esso contenute, sono sufficientemente affidabili (IIRC, 2013: 21, 32).

Anche se, attualmente *"l'attività di internal audit deve valutare e contribuire al miglioramento dei processi di governance, di gestione del rischio e di controllo utilizzando un approccio sistematico e disciplinato"* (Altamonte Springs: The IIA Research Foundation, 2013: 29), siamo certi che il suo ruolo è destinato a mutare col variare del contesto economico e con l’evoluzione del reporting stesso. Tuttavia, definire oggi il ruolo che l’*audit* interno dovrà ricoprire è molto arduo visto che siamo ancora agli albori del report integrato. Deloitte sostiene che, nel corso del tempo, il

ruolo dell'audit interno probabilmente cambierà e tenderà a passare da un ruolo di garanzia, verificando le metriche non finanziarie, ad uno più consultivo, fornendo raccomandazioni in termini di miglioramento della pertinenza e dell'affidabilità delle informazioni riportate. Inoltre afferma che le organizzazioni passeranno dal soddisfare dei requisiti minimi per la rendicontazione integrata a fondersi pienamente col pensiero integrato. In particolare, il ruolo del controllo interno diventerà più strategico, fino a fornire indicazioni al management sui modi per proteggere e creare valore (Deloitte, 2011: 9).

La natura lungimirante del reporting integrato rappresenta un'occasione per l'audit interno di assumere un ruolo più strategico nella valutazione del rischio per un'organizzazione nel breve, medio e lungo termine.

Figura 2.7: evoluzione del ruolo dell'audit interno



Fonte: rielaborazione della tabella di Deloitte, *The Role of Internal Audit in Integrated Reporting: a blend of the right ingredients*, p.9

Anche se questo modello fornisce un buon esempio di come il ruolo dell'audit interno possa evolvere, ci preme dire che il ruolo consultivo dell'audit interno resta estremamente importante fin dal momento della preparazione del report, nella sua fase di attuazione, e fino alla sua pubblicazione.

2.6 I vantaggi del reporting integrato

Per le organizzazioni che abbracciano il report integrato le ricompense possono essere significative. I primi dati indicano che le società che hanno integrato i dati delle performance ambientali, sociali e di governance nelle loro strategie aziendali e nelle pratiche di gestione, stanno ottenendo importanti vantaggi sia competitivi sia in termini di differenziazione del mercato. Il risultato interessante è come il reporting integrato riesca ad intervenire sul comportamento aziendale, stimolando le *best practice* e allineando il valore creato alle performance finanziarie e non finanziarie. L'apertura verso l'integrazione, l'analisi e la misurazione degli impatti ambientali, sociali e di governance con la performance finanziaria crea un incentivo "a fare la cosa giusta".

Se la strategia di sostenibilità è integrata nella strategia aziendale, allora il reporting integrato è in grado di aiutare le aziende a dimostrare come queste stiano prendendo sul serio sia le questioni finanziarie sia quelle non finanziarie. L'esposizione pubblica di tali azioni ai clienti e agli investitori dà alle imprese un motivo in più per impegnarsi a mantenere un comportamento etico, così da guadagnare fiducia e influenzare le decisioni d'acquisto, ma è allo stesso tempo, anche un modo per migliorare in modo netto la comunicazione aziendale e la trasparenza e di conseguenza il risultato di esercizio (Bridwell, 2010: 100).

La conferma che la rendicontazione integrata abbia dei vantaggi pratici la troviamo anche in un lavoro dell'A4S. In particolare, attraverso lo studio di diversi casi aziendali,

l'A4S ha potuto verificare come, le prime aziende che hanno adottato un report integrato o collegato, abbiano ricavato particolari benefici grazie alle informazioni che avevano deciso di comunicare. Questi vantaggi variavano dalla capacità di porre una maggiore attenzione sulle questioni più significative, a una migliore capacità di comunicare gli impatti diretti e indiretti della propria strategia di sostenibilità, a migliorare l'organizzazione e la connessione tra la rendicontazione finanziaria e non finanziaria e per costruire un business case in grado di valutare la bontà le azioni intraprese.

A questi si aggiunsero i benefici riscontrati dalle aziende, dagli investitori e dai direttori finanziari. Essi evidenziarono come:

- il reporting collegato ha consentito di individuare risparmi di costo riunendo insieme l'analisi delle informazioni finanziarie e quelle di sostenibilità;
- la consapevolezza in tema di sostenibilità è aumentata a seguito dell'adozione di un approccio di rendicontazione collegata, sia internamente, a livello di consiglio direttivo che a livello operativo, ed esternamente tra investitori e clienti;
- è stata riscontrata una maggiore collaborazione tra le diverse funzioni aziendali, tra quella finanziaria e quella che si occupa di sostenibilità;
- alcune domande degli investitori e di altri stakeholder sono state assolve in anticipo, risparmiando tempo per la gestione e il completamento di questionari, sondaggi e altre richieste di informazioni (Druckman e Fries, 2010: 82).

A questi si possono aggiungere quelli riscontrati da Eccles e Krzus (2012); che affermano:

“praticare la rendicontazione integrata apporta quattro benefici principali all'impresa. Primo, fornisce maggiore chiarezza sulle relazioni e sugli impegni. Secondo, aiuta a prendere decisioni migliori. Terzo, aumenta il livello di coinvolgimento di tutti gli stakeholder. Quarto, riduce il rischio reputazionale. Insieme, questi benefici fanno sì che lo sviluppo, l'implementazione e la rendicontazione di una strategia sostenibile per una società sostenibile si rinforzino reciprocamente” (Eccles et al., 2012; 198).

Vediamoli nel dettaglio.

1. Maggiore chiarezza sulle relazioni e sugli impegni: adottare una strategia integrata, anche se improntata sul pensiero integrato, significa fare delle scelte, e quindi trovarsi davanti a dei trade-off. Generalmente queste decisioni si traducono in trasferimenti di ricchezza tra azionisti e altri gruppi di stakeholder e quindi, *“i manager affrontano una realtà esasperante. Devono trovare un modo di fare il loro lavoro anche quando apparentemente le pressioni della finanza e della società diventano più intense”* (Margolis e Walsh, 2003: 296). Piuttosto che ignorare o fingere che non esistano, i manager devono affrontare direttamente questi trade-off e spiegare le scelte fatte e i motivi che li hanno spinti ad agire in una determinata maniera, riconoscendo che alcuni gruppi di stakeholder resteranno inevitabilmente delusi.

Il report integrato offre ai manager l'opportunità di chiarire i confini tra i parametri finanziari e non finanziari e di fornire tutte le spiegazioni necessarie per far capire in che modo le loro scelte (es. prodotti eco-compatibili, migliore efficienza energetica per abbattere i costi, ecc.) si tradurranno in un maggior valore.

2. Decisioni migliori: l'introduzione di un report integrato porterà dei cambiamenti sia nella gestione delle relazioni tra funzioni sia tra i rami aziendali. Questa è la ovvia conseguenza se si vuole adottare un approccio olistico che comprenda tutte le attività aziendali, e che porterà alla revisioni delle prassi attuali. Nello specifico, per poter mettere in luce le relazioni fra i risultati finanziari e non finanziari e per definire il contributo che ogni funzione offre in termini di effetti sul valore, sarà necessario che i manager sviluppino nuovi parametri, se quelli vecchi dovessero essere inadatti. Questo lavoro di sviluppo rappresenta senza dubbio lo strumento migliore per reperire informazioni più affidabili, precise e indispensabili al fine di prendere decisioni migliori. Se ogni comparto imparerà a vedere il suo ruolo in un contesto più ampio e comincerà a comprendere le conseguenze delle sue decisioni sugli altri comparti, verranno prese decisioni più ponderate che formeranno e rafforzeranno la strategia per l'impresa nel complesso.

3. Maggiore coinvolgimento di tutti gli stakeholder: questo punto è in un certo modo legato a quello precedente. Infatti, quando le imprese prenderanno coscienza che la più alta coesione interna è l'origine di decisioni migliori, di maggiori benefici, cercheranno di applicare lo stesso concetto all'esterno e quindi cercheranno di ottenere una forte coesione esterna, coinvolgendo gli stakeholder. Questo si ricollega anche al

primo punto, ovvero affrontare i *trade-off* implica fare dei compromessi, ma conoscendo le aspettative degli stakeholder e coinvolgendoli nelle decisioni, si riuscirà ad affinare ancora di più il processo di decision making. L'obiettivo è quello di avere all'interno dell'impresa una collaborazione inter-funzionale ed *inter-stakeholder*. Affinché questo sia possibile, bisogna ribadire l'importanza di alcuni concetti che spesso vengono criticati dai detrattori del reporting integrato. L'esigenza di adottare un report integrato che contenga tutte le informazioni relative alla performance in un unico documento è, se vogliamo, uno strumento "educativo" che impone a tutti gli *stakeholder* di assumere una visione sistemica, sfidando le singole categorie a non focalizzarsi solo sui loro interessi, in modo da incoraggiare il loro coinvolgimento e il dialogo così da essere tutti protesi verso un unico obiettivo e non cercare vantaggi personali. La teoria che sta alla base della produzione di report separati, che agisce secondo la logica per cui documenti separati destinati a specifiche categorie di lettori puntino a soddisfare esigenze diverse, allontana gli stakeholder dalla visione globale e li spinge sempre più ad avere un focus basato su una singola questione, marginalizzando tutte le altre (Eccles et al., 2012: 198-203).

4. Riduzione del rischio reputazionale: le aziende storicamente si sono focalizzate sulla gestione del marchio, senza affrontare direttamente la gestione della reputazione. Ma, come i recenti avvenimenti nel mondo aziendale hanno dimostrato, la reputazione è fondamentale.

Per capire come il report integrato interagisca dal lato del branding e della gestione delle reputazione aziendale partiamo da una definizione proposta da Ettenson e Knowles. "[...] Il marchio è un concetto di "customer-centric", si concentra su ciò che un prodotto, servizio o azienda ha promesso ai suoi clienti e che cosa questo impegno significa per loro. La reputazione è un concetto di "company-centric", si concentra cioè sulla credibilità e il rispetto che l'organizzazione ha in una vasta serie di cerchie, tra queste dipendenti, investitori, autorità di regolamentazione, giornalisti, comunità locali, e clienti" (Ettenson e Knowles, 2008). Quindi il marchio è una specie di promessa ai clienti, mentre la reputazione è la credibilità e il rispetto di cui l'impresa gode presso gli stakeholder.

Recenti ricerche dimostrano che l'interdipendenza tra la reputazione aziendale e il marchio aziendale è sempre più forte e come nell'economia attuale le relazioni

commerciali sono sempre più influenzate dalla reputazione aziendale dalle performance su temi ESG. Pertanto, dimostrare oggi che una società è a conoscenza dell'importanza di questi fattori e li includa all'interno della strategia di business è fondamentale per il suo successo e per la reputazione dell'impresa stessa.

Il reporting integrato diventa quindi uno strumento essenziale per integrare queste pratiche nella strategia di business. Per farlo, i manager devono tenere presente quattro questioni che sono legate alla fiducia e alla reputazione che Bridwell (2010: 102) identifica in:

1. quali KPI di performance sono legati alla reputazione aziendale;
2. come la performance sarà misurata da molti soggetti diversi;
3. come si formerà la reputazione avendo a che fare con diversi gruppi di stakeholder;
4. come incorporare i fattori ESG nel marchio aziendale.

Per soddisfare questo desiderio di costruire reputazione è senza dubbio imprescindibile l'apporto di diversi autori (Eccles et al., 2012: 204 -205) che hanno individuato quelle che sono le principali determinanti del rischio reputazionale:

1. discrepanza fra reputazione e realtà (la reputazione esterna dell'azienda è migliore in paragone alla sua effettiva capacità di soddisfare, attraverso le performance realizzate, le aspettative degli stakeholder);
2. cambiamento di convinzioni e aspettative (operazioni un tempo consentite diventano inaccettabili al variare dei valori e delle norme sociali);
3. debole coordinamento interno (le azioni di un gruppo generano aspettative che un altro gruppo non riesce a soddisfare).

A queste determinanti corrispondono tre reazioni specifiche in relazione alle quali il report integrato ha un ruolo decisivo.

1. Per colmare il gap tra reputazione e realtà, l'impresa deve verificare in modo oggettivo entrambe le variabili. La visione integrata delle performance finanziarie e non finanziarie dell'impresa, fornita dal Report integrato, aiuterà a identificare i fattori di rischio, poiché mostrerà con chiarezza quali sono le aree

in cui la reputazione dell'impresa si basa su risultati di performance (finanziarie e non finanziarie) tra loro sovrapposti.

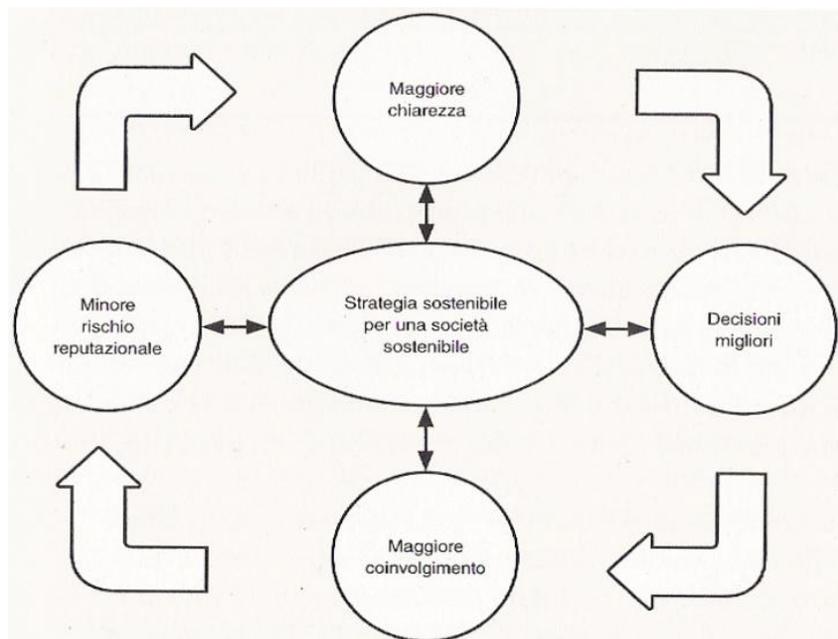
2. In secondo luogo, occorre valutare e accettare l'impatto derivante dal cambiamento di comunicazioni e di aspettative che ricadono sull'impresa. Il loro mutare può avvenire in maniera repentina o, invece, emergere lentamente.

Risulta necessario pertanto monitorare costantemente gli atteggiamenti sociali, le norme e i valori, ma anche aumentare il livello di coinvolgimento degli stakeholder. In questo modo l'impresa è in grado di cogliere sin dall'inizio il seme del cambiamento riguardante quelle aspettative che, nel corso del tempo, tenderanno ad affermarsi con più vigore.

3. In ultimo luogo, per porre rimedio alla debole coordinazione interna, occorre attuare un processo ben definito che metta in relazione tutti i settori dell'impresa dato che il loro contributo è fondamentale per la gestione del rischio reputazionale. Quindi, vista la rilevanza del coordinamento inter-funzioni, bisogna affidare l'implementazione del processo ad un responsabile che sia in grado di assicurarne il corretto funzionamento. La stessa cosa vale per la realizzazione di un report integrato, per cui è necessario dar vita a un processo multi-settore ad alto livello di coesione interna. Data la stretta relazione fra rendicontazione integrata e gestione del rischio reputazionale, questi processi dovrebbero quindi essere coordinati tra loro al fine di evitare ripetizioni e confusione..

La relazione tra i benefici del report integrato possono essere schematizzati nella seguente figura.

Figura 2.8: benefici del report integrato



Fonte: Eccles, Krzus, Casadei, “*Report Integrato. Rendicontazione integrata per una strategia sostenibile*”, 2012, p.205

Ricapitolando, l’impresa deve individuare il collegamento tra i risultati finanziari e non finanziari, così da poter disporre di informazioni più precise e dettagliate che porteranno a migliorare il processo di *decision making*. Questo può essere ulteriormente migliorato se si raggiunge un alto grado di coesione infra-funzioni, se si ascoltano tutti gli stakeholder, carpandone aspettative e convinzioni per gestire così al meglio il rischio reputazionale.

Adottare una politica come quella appena descritta, porterà un maggior beneficio alla performance finanziaria, ma anche alla performance non finanziaria; infatti avendo l’impresa una visione più ampia sulle relazioni di causa ed effetto potrà capire meglio l’impatto che le sue scelte hanno sulla società.

Quanto detto non rende la rendicontazione integrata priva di sfide e tanto meno non significa che ulteriori studi non debbano essere svolti. Molte aziende avranno bisogno di migliorare i sistemi in atto per raccogliere informazioni relative alle performance di sostenibilità in modo più tempestivo e più frequenti. Inoltre, una visione più olistica e integrata delle prestazioni porta a riunire diverse parti dell’organizzazione in modo collegato. Naturalmente, il report integrato non è la soluzione a tutti i problemi della finanza, e tantomeno a quelli di tutti aziendali. Però, il solo fatto che imprese, investitori

e comunità politica si stiano dirigendo verso un'ottica pro rendicontazione integrata, lascia ben sperare per il futuro di questo strumento e per la società in generale.

2.7 Le problematiche e le criticità del reporting integrato

Il report integrato potrebbe portare numerosi vantaggi alle imprese, ma allo stesso tempo l'introduzione di uno strumento come questo, ci sono numerose sfide a cui le imprese devono far fronte, soprattutto in ambito di coordinamento dei rapporti tra funzioni e coinvolgimento degli *stakeholder*.

Il cambiamento organizzativo necessario per attuare un reporting integrato di successo, richiede di rivedere, se non addirittura di rivoluzionare diversi elementi all'interno dell'impresa. Prendiamo il caso della vision aziendale; una vision ben concepita e ben articolata, che guida l'impresa verso il futuro, si trova al primo posto della strategia aziendale. La visione è spesso definita dall'aspirazione, e molto spesso, salvo i casi di imprenditori visionari, è limitata da ciò che la mente ci dice essere possibile. La limitazione in questo caso può essere il report integrato, infatti l'azienda può non capire come questo strumento possa aiutare a realizzare la propria vision, o i legami sottostanti i dati del reporting "tradizionale" e dati ESG, dato che i sistemi esistenti sono spesso appena sufficienti a gestire l'informativa finanziaria.

Molto spesso le aziende hanno difficoltà a comprendere il valore di qualsiasi tipo di rendicontazione non finanziaria. Ne sono una prova le ragioni che spingono i manager a redigere questo tipo di report:

1. per conformarsi alla pressione dell'opinione pubblica o per volontà di stakeholder influenti;
2. per stare al passo con le imprese concorrenti;
3. per incrementare l'aumento di fiducia degli investitori;

4. perché sentono proprio il tema e vogliono adottare un comportamento responsabile.

Ad ogni modo, qualsiasi sia il motivo che spinge un'impresa ad adottare un report integrato, questo rappresenta comunque un driver del processo di evoluzione della rendicontazione.

Anche l'alta direzione, che guida i manager e i CEO definendo obiettivi e priorità, gioca un ruolo importante nell'adozione di un report; infatti potrebbe accadere che un progetto nato per implementare il processo di reporting, a seguito di un repentino cambio nei piani dirigenziali, venga accantonato e si traduca in un nulla di fatto. Quello che dovrebbe essere l'iter normale invece, prevede che, una volta rilasciato il mandato esecutivo, le cose si mettano in moto: le risorse siano radunate e il piano di progetto venga messo in atto da una squadra che inizierà a lavorarci su. Durante tutto il processo sarà necessario integrare conoscenze cross-funzionali e raccogliere dati di supporto. Molto spesso il coordinamento tra funzioni è assente o insufficiente, e questo si può tradurre in tensione organizzativa se non addirittura in lotte interne.

La stessa problematica può essere riscontrata nelle pratiche di gestione. Una buona gestione garantisce che tutti i dipendenti e le squadre abbiano obiettivi chiari, che sfruttino le loro competenze, siano impegnati e produttivi, e si sentano valorizzati. Quando ai dipendenti viene imposto di fare qualcosa, che in questo caso potrebbe essere realizzare un report integrato, senza sapere perché lo stiano facendo, ma soprattutto come farlo, possono sorgere dei problemi. Infatti, se i primi a non capire le potenzialità del reporting integrato sono manager e dirigenti, non si può pretendere che poi, chi dovrà realizzarlo non lo concepisca come uno dei tanti report in cui bisogna soltanto aggiungere qualcosa di nuovo. Alla base di tutto ci devono essere le conoscenze, poi bisogna disporre dei sistemi per acquisire, analizzare e comunicare i dati, così da permettere la comprensione interna ed esterna della performance di un'azienda. Infatti, cosa misurare, come misurare, e come presentarlo sono fattori che determinano il successo del reporting integrato. Si tratta di questioni di non facile soluzione, visto che molto spesso non c'è consenso su quelle che sono le informazioni non finanziarie e su come debbano essere misurate (Rochlin e Grant, 2010: 77).

Le criticità finora presentate possono essere giustificate dal fatto che il Report Integrato è un concetto innovativo che ha visto, al momento, il coinvolgimento di un

numero alquanto ridotto di imprese e non si dispone di una vasta letteratura e documentazione a supporto o contro la sua applicazione.

Tuttavia, Eccles (2012: 220-227) fornisce una lucida analisi di quelle che rappresentano le principali obiezioni all'utilizzo del report integrato:

1. “l'efficienza del mercato è tale da non richiedere alle imprese di cambiare le loro pratiche di rendicontazione (prospettiva del mercato dei capitali)”: secondo quest'ottica, non c'è bisogno di fornire informazioni di tipo integrato perché il mercato tiene già conto di tutte le informazioni finanziarie e non finanziarie. Per di più, gli utenti possono accedere già ad una grande quantità di informazioni di questo tipo, consultando i siti web aziendali o attraverso i fornitori di dati finanziari che oggi mettono a disposizione enormi quantità di parametri ESG. Pertanto saranno gli stessi utenti ad effettuare le valutazioni del caso, se lo riterranno opportuno, integrando da soli i dati che ritengono necessari per avere una visione completa dell'impresa.
2. “vista la loro gestione ottimale, se esistesse un beneficio reale, le imprese si sarebbero già dotate di un report integrato (prospettiva delle aziende)”: si tratta di un'ipotesi teorica, che vogliamo riportare comunque, visto che spesso, viene adottata come scusante per la non adozione di un report. Se l'affermazione avesse una qualche veridicità, ciò significherebbe che in ogni dato periodo di tempo le aziende siano sempre gestite nella maniera migliore possibile, precludendo quindi qualsiasi possibilità di cambiamento.
3. “tale corrente danneggerà lo sviluppo di una società sostenibile (prospettiva degli stakeholder)”: questa teoria sostiene che la rendicontazione integrata rafforza l'azione delle imprese per fini strumentali e non per un reale interesse nello sviluppo sostenibile. Tale critica suppone che non vi sia convergenza tra gli interessi degli azionisti e quelli degli altri stakeholder e che il benessere sociale nel complesso aumenterà solo se il valore si sposterà dagli azionisti agli altri stakeholder. In questo caso, se le imprese adottano strategie sostenibili solamente per creare valore per gli azionisti, si corre il rischio di subire l'effetto contrario. Infatti, è probabile che il report integrato contabilizzi l'impatto negativo di questa strategia “egoistica” sul valore per gli azionisti che, come logica conseguenza ridurrà l'impegno in questo genere di attività. Abbiamo

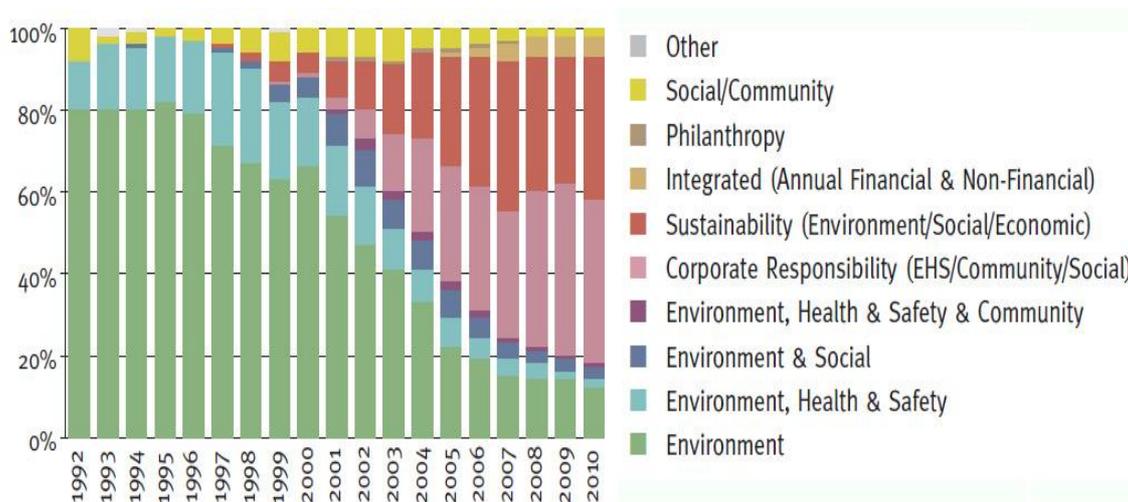
affermato che quando gli interessi degli azionisti e degli altri stakeholder sono in conflitto, almeno nel breve periodo, il management è chiamato a compiere scelte difficili. Alla fine queste scelte, seppur incentrate sul valore, hanno bisogno di tenere conto delle migliori analisi che scaturiscono dalla rendicontazione integrata.

A queste bisogna aggiungere che le considerazioni di Cowe (CorporateRegister.com, 2011: 30) che ritiene che il report integrato non possa soddisfare le esigenze di tutti gli spettatori in un unico formato. Questo perché la rendicontazione di sostenibilità si rivolge a molti spettatori e pur per quanto ben integrata, non sarà in grado di sostituire la comunicazione sostenibile. Alla base delle convinzioni di Cowe, vi è una preoccupazione legata alla possibilità che azionisti e stakeholder ricevano informazioni di cui non hanno bisogno, se non addirittura ricevano meno informazioni di quelle di cui avrebbero bisogno. Di conseguenza, un aumento delle informazioni contenute nel report integrato, potrebbe generare un aumento di costi. I timori legati ai costi sono principalmente due: il primo riguarda la produzione di un documento cartaceo di grandi dimensioni. Il secondo invece riguarda i costi di coordinamento legati alla necessità di dover mettere in relazione tra loro le diverse unità operative, al fine di produrre un messaggio coerente da inserire nel report integrato. I costi di coordinamento sono inevitabili se l'azienda vuole includere opportunità, rischi, prospettive e sostenibilità nella sua strategia e nelle sue operazioni, ma i benefici che scaturiscono da una scelta di questo tipo possono essere enormi.

2.8 La situazione attuale del reporting integrato

Abbiamo più volte detto durante la nostra trattazione, che la sostenibilità sia un termine sempre più in voga, che il report integrato sia cresciuto negli ultimi anni e finalmente lo possiamo osservare nella figura sottostante:

Figura 2.9: classificazione annuale dei tipi di report



Fonte: CorporateRegister.com, The CR Reporting Awards – Global Winners & Reporting Trends 2011, p.5

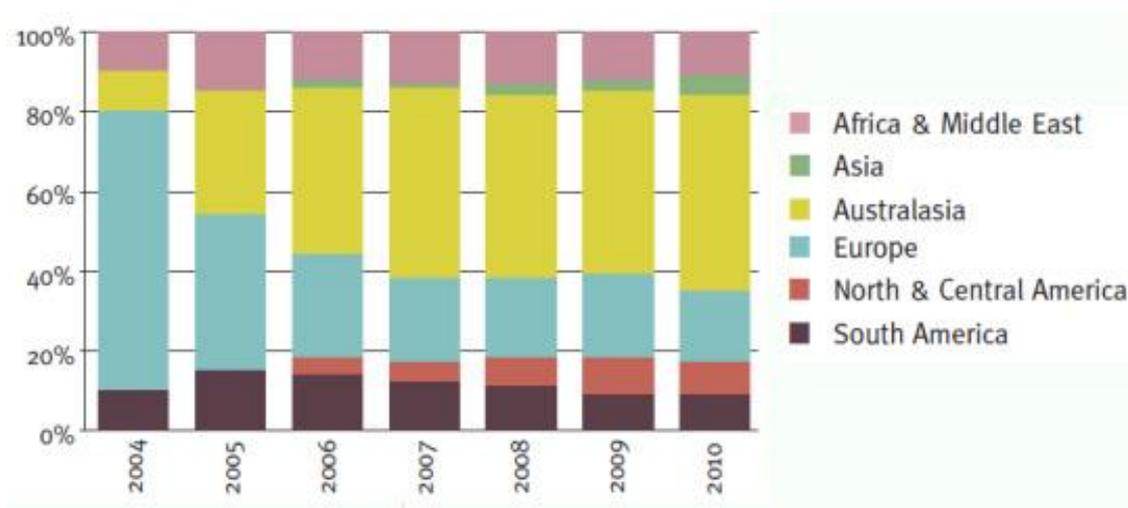
La figura illustra un grafico, elaborato attraverso il ricco database di CorporateRegister.com, che non classifica i report in base al titolo, ma bensì in base ai contenuti in esso riportati. Si può notare come, la reportistica non finanziaria si sia sviluppata lungo monotematiche, soprattutto quella ambientale, per poi passare ad una rendicontazione a tematiche multiple. In particolare, possiamo notare come nel 2010, le relazioni di sostenibilità e quelle di corporate responsibility fossero quelle predominanti: entrambe coprono molteplici questioni quali ambiente, società, comunità locali, etica, *supply chain*, diritti umani, ecc. Tuttavia solo i report di sostenibilità includono informazioni economiche e socio – economico (CorporateRegister.com, 2011: 5).

Per quel che riguarda il report integrato, molta strada c'è ancora da percorrere per farlo diventare uno strumento mainstream. Si può anche notare come a partire dal 2005 si sia fatto largo, e oggi la sua presenza si attesta attorno al cinque per cento della produzione totale di report.

Desti qualche preoccupazione la sua crescita anno su anno, che risulta non essere molto accentuata, e difficilmente riuscirà a ripercorre lo stesso percorso che ha portato i report di sostenibilità e di CR ad ottenere le posizioni di testa in un decennio. Infatti crediamo, come per altro prospettato dallo stesso IIRC (2011: 7), che il report integrato potrà essere uno strumento di rilevanza globale nel 2020.

Tuttavia, un dato che fa ben sperare e che merita una considerazione riguarda il Sudafrica che, con il 18% dei report, rende reale il progresso del report integrato.

Figura 2.10: report integrati per regione



Fonte: CorporateRegister.com, The CR Reporting Awards – Global Winners & Reporting Trends 2011, p.6

Viene ora esposta la situazione a livello europeo, visto che per quanto riguarda il Sudafrica è stata già ampiamente trattata l'evoluzione della reportistica integrata promossa dal professor King.

- Danimarca: il parlamento danese con l'adozione dell'emendamento al Danish Financial Statements Act che introduce reporting CSR per le imprese più grandi, secondo la logica comply or explain, richiede che, a partire dal 2009, le 1.100 maggiori imprese danesi rendicontino sulle loro attività di responsabilità sociale. In particolare le imprese devono includere nei loro report informazioni sulle politiche dell'impresa per quanto riguarda la responsabilità sociale e gli approvvigionamenti responsabili, come sono implementate le politiche e risultati ottenuti e le aspettative dei manager per quanto riguarda le iniziative future. Il

provvedimento riguarda le grandi imprese, le società quotate e le imprese statali con determinate caratteristiche.

- Svezia: la Svezia è stata la prima nazione ad imporre il reporting di sostenibilità alle aziende pubbliche. In particolare con una legge del 2007, applicata dal 2009, ha previsto che le imprese pubbliche, con una partecipazione per almeno il 50% dello Stato, debbano obbligatoriamente redigere un report di sostenibilità secondo le linee guida GRI, secondo il principio “*comply or explain*”.
- Francia: la Francia ha di recente definito la sua politica normativa in merito alla rendicontazione non finanziaria, in base al “Decreto 2012-557 del 24 aprile 2012 sugli obblighi di trasparenza per le questioni sociali e ambientali aziendali”. Ha previsto l’obbligatorietà della trasparenza per tutte le società quotate e quelle di dimensioni maggiori non quotate, secondo il principio “*comply or explain*”. Le società quotate (a partire dagli esercizi successivi al 31/12/2011) e le società non quotate (a partire dal bilancio chiuso il 31/12/2016) oltre che a rendicontare su tali questioni, dovranno farsi rilasciare una certificazione da una parte terza.
- Spagna: la Spagna ha emanato nel 2011 una legge relativa alla rendicontazione non finanziaria, che riguarda solo particolari categorie di imprese: aziende commerciali sponsorizzate dal governo, imprese di proprietà dello Stato o collegate al governo centrale. Queste devono redigere relazioni annuali di corporate governance e sostenibilità secondo gli standard generalmente riconosciuti. Un emendamento alla legge prevede che le “*sociedades anónimas*” possano rendicontare le loro politiche di RSI e i risultati raggiunti, indicando se le informazioni sono state o meno sottoposte alla verifica di una parte terza. Se l’azienda ha più di mille dipendenti, il report deve essere notificato al “*Consejo Estatal de Responsabilidad Social Empresarial*”.
- Germania: la Germania non ha promosso normative vincolanti sul fronte della rendicontazione delle performance non finanziarie, ma il Consiglio per lo sviluppo sostenibile ha varato il “*German Sustainability Code*”, che identifica 20

criteri e 27 KPI relativi alla sostenibilità. Il “codice di sostenibilità” è concepito come uno strumento volontario di trasparenza a disposizione delle aziende, e fornisce un framework di riferimento per la rendicontazione della sostenibilità. Le aziende che volontariamente vogliono aderire al progetto compilano un questionario auto valutativo sul rispetto degli indicatori richiesti. Viene quindi richiesto all’azienda di specificare se le sue performance sono in linea con gli standard o, nel caso non lo siano, di specificarne il perché.

- Olanda: il governo olandese ha emanato dei provvedimenti normativi sulla comunicazione delle informazioni RSI in ambito aziendale. In particolare, ha dato attuazione all'articolo 46 della quarta direttiva “Conti annuali delle società di capitali”, imponendo alle imprese di adottare un bilancio in grado di fornire informazioni sia finanziarie che non, in modo tale da capire la situazione e i risultati dell’impresa (art. 2:391, comma 1 del Codice civile olandese - *Burgerlijk Wetboek*)
- Regno unito: attraverso il “*Companies Act*” del 2006 sono state revisionate diverse questioni: l’informazione finanziaria e non finanziaria, le comunicazioni aziendali con gli azionisti, i doveri degli amministratori della società. Inoltre è stato introdotto l’obbligo per le aziende quotate di maggiori dimensioni, di inserire nelle relazioni per gli azionisti anche informazioni sulle performance sociali e ambientali. A questo si è aggiunto dal 1 ° ottobre 2013 l’obbligo per tutte le società quotate di preparare una relazione strategica che si affiancherà alla relazione sulla gestione annuale, che dovrà rendicontare in merito a politiche e performance riguardanti questioni inerenti ai diritti umani, aspetti sociali, dipendenti ed emissioni inquinanti (Impronta etica, 2013: 5-10).

Si può affermare quindi che lo slancio normativo a livello internazionale si sta costruendo intorno a due filoni di reporting aziendale:

- a) la segnalazione obbligatoria di sostenibilità: si pensi, ad esempio, a quanto previsto dalla normativa danese e le linee guida per il reporting delle aziende statali in Svezia;

- b) la reportistica integrata: si consideri l'esperienza del Sudafrica e quella iniziata in Francia.

2.9 Le prospettive future della rendicontazione integrata

Si è visto come l'intervento normativo stia contribuendo all'introduzione del reporting integrato. Questo infatti sembrerebbe il percorso più facile e rapido per far diventare il reporting integrato una pratica mainstream. A livello normativo si potrebbe agire in diversi modi. Attraverso l'intervento di organizzazioni sovranazionali, oppure attraverso l'imposizione di requisiti determinati per accedere alla quotazione borsistica, come è già successo in Sud Africa. Per quanto riguarda la prima modalità, ricordiamo la proposta della C.E. di rendere obbligatoria l'informativa ESG vista nel primo capitolo, questa rappresenta un'iniziativa rilevante vista l'immobilità della maggior parte dei paesi dell'Unione. Attualmente nessun paese ha un ente governativo, come ad esempio un *Accounting Standards Board* che ha la responsabilità di specificare quali standard dovrebbero essere utilizzati per informazioni non finanziarie, sia di quelli già esistenti o in via di sviluppo proprio. Stabilire e far rispettare gli standard di reporting è un terreno difficile e controverso, soprattutto riuscire a farlo a livello globale. Pertanto, è necessario ricorrere ad organizzazioni internabili multilaterali, UE, G20, ecc. così da poter garantire un coordinamento della normativa a livello globale. Mentre in ambito borsistico, la Federazione Mondiale delle Borse potrebbe svolgere un ruolo simile a quello del G20 (Eccles e King, 2010: 3-6).

Accanto all'intervento normativo, ci sono anche alcune forze di mercato che potrebbero rivelarsi utili alla causa. La prima è la possibilità di intravedere vantaggi concreti nel farlo, infatti le imprese saranno costrette ad emulare le aziende leader che avranno raggiunto dei miglioramenti nella gestione grazie all'adozione di report. Un'altra forza di mercato che favorisce l'adozione volontaria della rendicontazione integrata è la pressione dei grandi investitori istituzionali attivi sia nei mercati *public*

che *private*. Nei mercati pubblici, gli investitori che possiedono una quota significativa di azioni di una società, possono chiedere, durante l'assemblea dei soci, che venga introdotto il reporting integrato. Mentre, nel loro ruolo di "soci accomandanti" (*Limited Partner - LPs*) dei fondi di *private equity* possono incoraggiare l'adozione di brevi relazioni integrate a livello di portafoglio aziendale. Di loro iniziativa, i "soci accomandatari" (*General Partner*) possono implementare il reporting integrato per tutte le aziende in portafoglio, ponendo le basi per avere un rapporto integrato quando l'impresa uscirà dal fondo. La conoscenza che guadagnano sulle relazioni tra performance finanziaria e non finanziaria può essere poi condivisa con i loro soci accomandanti, che possono poi applicare questa conoscenza anche nei loro portafogli di *public equity*.

Un ruolo importante può essere svolto anche dai consumatori, intesi sia come clienti per le imprese che operano nel "*B-to-C*" che clienti-impresa per le società del "*B-to-B*". I singoli consumatori, che acquistano da aziende con strategie e prodotti più sostenibili, possono contribuire a mettere pressione sulle aziende che hanno pratiche commerciali meno sostenibili. Le imprese-clienti possono incoraggiare la rendicontazione integrata nella loro *supply chain*. Infatti, sempre più aziende esigono che i fornitori rispettino determinati requisiti di sostenibilità, facendoli diventare un importante driver per le scelte di approvvigionamento. Finora, tuttavia, le pratiche di mercato non hanno prodotto grandi risultati, visto l'esiguo numero di imprese che sta praticando il reporting integrato. I primi utilizzatori sono quelli che maggiormente sentono caro il tema delle informazioni non finanziarie e quindi sono il pubblico più logico nel riferire sull'integrazione delle loro strategie; mentre le aziende che hanno meno probabilità di adottare il reporting integrato sono quelle che non hanno strategie sostenibili, ad esempio operano in attività ad alto rischio per perseguire profitti a breve termine che generano esternalità negative ambientali e sociali. Queste aziende adotteranno il report integrato solo quando saranno tenute a farlo (Eccles e Serafeim, 2011: 84-86).

Accanto allo strumento normativo e alle spinte di mercato, si può aggiungere anche l'intervento della società civile, che può essere rappresentata dalle ONG. Queste possono aggiungere slancio sia per le forze di mercato: influenzando investitori e imprese, sia per la regolamentazione: creando pressioni alle istituzioni internazionali, ai

governi, alle borse per incoraggiarli a sostenere il movimento di reporting integrato. (Waygood, 2008: 178)

Attualmente però, è soprattutto grazie agli early adopters, se è stato sviluppato un framework internazionale come quello dell'IIRC, se questo verrà implementato, affrontando le sfide e scontrandosi contro le barriere che il reporting integrato presenterà.

Tra queste sfide, c'è senza dubbio l'utilizzo di sistemi e di processi IT per la produzione di un report integrato che, a differenza della reportistica finanziaria sviluppata e messa a punto nel corso di molti anni, è ancora in fase di sviluppo. Ciò rappresenta una questione di non secondaria importanza, visto che l'utilizzo di sistemi informatici e del web nella reportistica integrata sarà fondamentale, permettendo di raggiungere livelli sempre più elevati di integrazione. Infatti, anche se il formato cartaceo non scomparirà mai del tutto, sempre più persone accedono alle informazioni online e non vogliono essere dei semplici consumatori passivi di dati forniti da altri, ma aspettandosi di essere coinvolti in un dialogo continuo, in una sorta di meccanismo azione-reazione.

Per questi motivi l'azienda deve offrire tutti i risultati possibili sulle performance finanziarie e non finanziarie, esplicitando al meglio la relazione fra essi sfruttando il gran numero di strumenti offerti dal Web 2.0. Pubblicare un report integrato può far sì che i vari stakeholder accedano a informazioni più dettagliate, e Internet offre loro la possibilità di analizzare autonomamente i dati raccolti.

È sotto gli occhi di tutti come la tecnologia abbia portato dei miglioramenti incredibili nella vita di tutti i giorni, ma anche per il business aziendale. Tuttavia, nell'ambito della rendicontazione l'apporto tecnologico non ha manifestato tutte le sue potenzialità.

Il minor affidamento a questo genere di strumenti può essere spiegato con due motivi: in primo luogo, si tratta di uno strumento abbastanza specializzato; in secondo luogo, oggi le imprese stanno facendo ben poco per quanto riguarda Internet e la rendicontazione. L'utilizzo del web ai fini di reporting aziendale si traduce per lo più nella produzione di documenti in formato PDF, come i bilanci annuali o sociali, pubblicati sui siti delle diverse imprese, che il lettore può consultare e stampare a sua discrezione. Se venissero sfruttate tutte le opportunità del mondo digitale si potrebbe

trasformare, in maniera quasi naturale, la rendicontazione; da una forma di comunicazione unidirezionale verso l'esterno, a un dialogo bidirezionale fra azienda e stakeholder.

Il report integrato potrebbe diventare un documento realizzato grazie alla sinergia generata dall'apporto di più utenti (Eccles et al., 2012: 235-241).

La strategia di cambiamento verso una rendicontazione “migliore” passa attraverso la società. È richiesto l'impegno e le azioni delle organizzazioni, dei leader politici che hanno un'influenza sostanziale sulle organizzazioni, ma anche di ognuno di noi, che, come membro della società, può contribuire agendo come dipendente (ad esempio, nella scelta di un luogo di lavoro e nell'incoraggiare il datore di lavoro di adottare rendicontazione integrata), cliente (decidendo quali prodotti di quali aziende comprare), investitore (scegliendo in quali imprese investire).

Capitolo 3. L'impatto del livello di comunicazione su Dividend Yield e Q di Tobin

3.1 Introduzione

Da quando venne concepito il modello di rendicontazione attuale ci sono stati grandi cambiamenti sia nel modo di lavorare sia nel modo di misurare e creare valore attraverso l'attività d'impresa. Questi cambiamenti sono in gran parte riconducibili alla globalizzazione, alla crescente attività politica nel mondo della finanza, sempre più legata alla volontà di maggior trasparenza e responsabilità e alle preoccupazioni ambientali. In un contesto come questo le informazioni finanziarie non sono più sufficienti per valutare tutte le relazioni con cui entra in contatto l'impresa.

Le informazioni non finanziarie hanno acquisito maggiore importanza, dando vita a numerosi report che tengono conto anche di queste informazioni. Inizialmente l'evoluzione di questa reportistica non finanziaria si traduceva in documenti sconnessi, separati, in cui non venivano messi in relazione aspetti come strategia, governance, risultati finanziari e performance non finanziarie. Questo ha spinto l'IIRC a creare successivamente un *framework* con l'obiettivo di fornire uno strumento che tende verso un approccio integrato nel quale esplicitare tutti le connessioni e gli effetti che gli elementi coinvolti nell'attività di business producono: il reporting integrato.

Durante la trattazione teorica si è potuto apprezzare come l'obiettivo della rendicontazione integrata sia di mettere in evidenza il valore creato. Abbiamo anche potuto notare come oggi le imprese non riescano a contabilizzare tutti gli aspetti che entrano in contatto con l'impresa attraverso il bilancio di esercizio, con un sempre più ampio *gap* tra valore contabile e di mercato.

Questo *gap* è attribuibile anche a tutti gli elementi che non trovano spazio nel bilancio, e che costituiscono gli elementi intangibili. Abbiamo visto che attraverso

l'adozione di un report integrato si vuole riuscire a “contabilizzare” tutti gli effetti che possono creare valore e quindi anche gli asset intangibili. Partendo da questo presupposto è stato sviluppato il lavoro di tesi successivo.

3.2 Ipotesi e metodologi dello studio

All'interno dell'elaborato si è ricercato l'impatto che una comunicazione approfondita su tematiche sociali, ambientali, di prodotto, sulla situazione lavorativa e finanziarie può avere sull'impresa. In particolare l'analisi si è concentrata su due problematiche.

Si è posto il quesito se vi sia o meno una correlazione tra il rendimento azionario e il livello di comunicazione. Poi se quest'ultimo possa avere anche un legame con la Q di Tobin, espressione del rapporto tra il valore di mercato dell'azienda, (dato dal numero di azioni per il prezzo) ed il costo per la sostituzione dei suoi asset tangibili.

Per quanto riguarda la presenza di una relazione positiva tra rendimento e livello di comunicazione, diversi studi condotti in passato hanno prodotto risultati discordanti: alcuni ritenevano vi fosse una relazione positiva, altri una negativa (Margolis, 2003). Diversi autori (McWilliams e Siegel, 2001) ritengono che questi risultati discordanti siano riconducibili a limiti teorici ed empirici che hanno compromesso i risultati, come errori nelle misurazioni e omissioni di variabili. Altri autori (Eccles et al., 2013) ritengono che sia necessario anche tenere conto della possibilità di causalità inversa in presenza di informazioni private. Questo ad esempio quando i manager sono a conoscenza che la loro impresa andrà a rendere di più delle aspettative di mercato, spingendoli ad adottare politiche ambientali e sociali. Ma una riflessione del genere sembra poco plausibile vista la mancanza di teorie che ne supportano l'attendibilità oltre all'impossibilità di prevedere i rendimenti a medio/lungo termine (Jenter et al., 2011).

Secondo quanto emerge dal lavoro dell'Harvard Business School (2013), che ha analizzato portafogli di imprese dal 1993 al 2010, le imprese che hanno considerato e

integrato le questioni sociali e ambientali nella strategia e nel modello di business, sviluppando pratiche di report innovativo (sia report di sostenibilità che report integrato) e politiche ambientali, hanno avuto performance superiori a quelle di chi non le ha implementate.

Alla luce di tutto ciò è stata formulata la seguente ipotesi:

- Ipotesi 1: le imprese con livelli di comunicazione più elevati, se è vero che hanno performance migliori delle imprese meno comunicative, dovranno presentare dei dividend yield maggiori rispetto alle imprese meno sostenibili. Quindi si prospetta che vi sia una correlazione positiva tra il rendimento azionario e l'indice di comunicazione.

Per dare attendibilità a tale ipotesi, vengono utilizzate due variabili di controllo che diversi studi hanno dimostrato essere legate alle performance dell'impresa (Yu, 2011; Hussainey et al., 2009). La prima è la dimensione "size": in particolare ci si aspetta che le imprese di più grandi dimensioni siano in grado di generare risultati migliori. Il logaritmo naturale del *total asset* costituisce la proxy della *size*. La seconda variabile denominata "maturità" è legata alla fase del ciclo di vita dell'impresa. Questa in diversi studi è stata calcolata utilizzando l'età dell'impresa (Farinas e Moreno, 2000, Huergo E., Jaumandreu, 2002), mentre in questa tesi si è utilizzata la leva finanziaria. Nello specifico si è analizzato il trend della leva finanziaria per ogni singola impresa, se questo era crescente si è assegnato valore uno, (imprese fase: nascita – sviluppo), mentre se il trend era negativo, si assegnava valore zero (imprese fase: maturità – declino). Questo, alla luce del legame presente tra lo stadio di vita dell'impresa e sua propensione nel distribuire dividendi. Infatti, le imprese che si trovano nella fase di maturità e declino risultano essere in grado di pagare dividendi più elevati (Afza, 2011), quindi le imprese appartenenti al settore "maturità – declino" dovrebbero avere rendimenti azionari maggiori.

Il modello di regressione proposto è il seguente:

$$Dy_{it} = \alpha_0 + \beta_1 size_{it} + \beta_2 LC_{it} + \beta_3 maturità_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

Dove:

Dy_{it} è il dividend yield di una società i del periodo t ;

$size_{it}$ è la dimensione di una società i del periodo t ;

LC_{it} è il livello di comunicazione di una società i del periodo t ;

$maturità_{it}$ rappresenta la fase del ciclo di vita di una società i del periodo t .

Il secondo legame che è stato indagato riguarda la presenza di una correlazione tra l'indice di comunicazione e la Q di Tobin.

Inizialmente il lavoro seminale di Tobin prendeva in considerazione i beni intangibili come opportunità di investimento più redditizie di quelle tradizionali, oppure occasioni di mera dismissione di asset a prezzi di liquidazione. Ulteriori ricerche (Megna e Klock, 1993) hanno poi portato ad associare la Q di Tobin all'esistenza di risorse immateriali che risultano sistematicamente escluse dai bilanci societari.

$$Q = \frac{\text{Valore di Mercato}}{\text{Costo di Sostituzione degli Asset Tangibili}} \quad (2)$$

Proprio perché utilizza il valore di sostituzione al posto del valore contabile, la Q di Tobin è un indicatore generalmente preferito al *market to book ratio*, ed inoltre tiene conto degli effetti inflattivi e non è influenzato dalle politiche di ammortamento né dalle precedenti svalutazioni. Se il rapporto è inferiore all'unità, è assai poco probabile che gli investitori impieghino risorse per l'acquisto degli asset sottostanti a tale valore; viceversa, quando la Q di Tobin è maggiore di uno ed è anche superiore al medesimo indice delle aziende concorrenti, significa che l'azienda ha la capacità di generare profitti maggiori dei suoi diretti *competitors*. Se il rapporto è maggiore di uno infatti significa che l'azienda vale di più della somma algebrica dei suoi asset, riespressi al valore di rimpiazzo, e questo maggiore valore può essere attribuito agli asset immateriali.

La Q di Tobin, inoltre, risulta estremamente utile in quei casi in cui l'interesse per il valore dei beni immateriali è circoscritto ad un insieme omogeneo di imprese, accomunate da caratteristiche simili: infatti risulta proficuamente applicabile nelle analisi di benchmark e nelle comparazioni interaziendali e intertemporali di

organizzazioni di imprese aventi caratteristiche affini, perché operano nella medesima industria, servono gli stessi mercati e sono contraddistinte da uno stock di risorse materiali comparabili o comunque omogeneo. Essendo infatti delle misurazioni globali e complessive, la loro significatività aumenta se vengono calate in un contesto, e piuttosto che il valore assoluto dell'indicatore, se ne studia il posizionamento relativo e la dinamica nello spazio e nel tempo; un trend crescente del rapporto rappresenta una situazione in cui l'azienda sta alimentando, sia per vie interne che esterne la propria base di risorse immateriali; il mercato riconosce e valuta positivamente questa attività di investimento perché crea le condizioni fondamentali affinché in futuro si possano ottenere maggiori benefici economici e una elevata redditività (Panno, 2012: 212-214).

- Ipotesi 2: Secondo la ricerca condotta, le imprese più sostenibili hanno performance migliori e valori di mercato superiori rispetto alle imprese meno sostenibili, pertanto si aspetta che la Q di Tobin presenti una correlazione positiva all'indice di comunicazione.

Il modello di regressione proposto è il seguente:

$$Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 eps_{it} + \beta_2 LC_{it} + \beta_3 size_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

Dove:

Q_{it} è la Q di Tobin di una società i del periodo t ;

eps_{it} è l'earning per share di una società i del periodo t ;

LC_{it} è il livello di comunicazione di una società i del periodo t ;

$size_{it}$ è la dimensione di una società i del periodo t .

Le informazioni finanziarie sono state reperite dal provider Bloomberg in data 16/12/2003, mentre per quanto riguarda il livello di comunicazione abbiamo provveduto alla costruzione di un indice.

Per limitare al massimo errori soggettivi e garantire dei risultati che fossero il più confrontabili possibili, si è deciso di utilizzare il framework GRI. Essendo il framework più utilizzato al mondo ci ha permesso di reperire un gran numero di informazioni. Il

GRI G3 e G3.1 prevedeva (ora sostituito dal G4 che non adotta più questo tipo di rendicontazione) di attribuire una classe di merito alle imprese sulla base di quanti elementi venivano comunicati.

Figura 3.11: Livelli di applicazione G3-G3.1

Livelli di applicazione		C	C+	B	B+	A	A+
Informativa standard	Profilo	Rendicontare su: 1.1 2.1 - 2.10 3.1 - 3.8, 3.10 - 3.12 4.1 - 4.4, 4.14 - 4.15		Rendicontare su tutti i criteri previsti per C e su: 1.2 3.9, 3.13 4.5 - 4.13, 4.16 - 4.17		Stessi requisiti previsti per il livello B.	
	Modalità di gestione	Non richiesto.	Bilancio verificato esternamente	Informativa sulla modalità di gestione di ogni categoria di indicatori.	Bilancio verificato esternamente	Informativa sulla modalità di gestione di ogni categoria di indicatori.	Bilancio verificato esternamente
	Indicatori di performance	Rendicontare su un minimo di 10 indicatori di performance, comprendendo almeno un indicatore economico, uno sociale e uno ambientale.		Rendicontare su un minimo di 20 indicatori di performance, comprendendo almeno un indicatore economico, uno ambientale, uno sui diritti umani, uno sul lavoro, uno sulla società e uno sulla responsabilità di prodotto.		Rendicontare su tutti gli indicatori di performance core del G3.1 e dei supplementi settoriali applicabili con riguardo al principio di materialità. Spiegare le eventuali omissioni.	

Fonte: <https://www.globalreporting.org/languages/italian/Pages/default.aspx>

L'idea iniziale di attribuire un punteggio alla comunicazione aziendale in base alle classi da A+ a C non è risultata convincente, in quanto all'interno delle tre classi rientravano imprese con una discrepanza nella quantità delle informazioni fornite, quindi si sarebbero perse molte informazioni di dettaglio. Il fatto che l'intero campione, con forse pochissime eccezioni, rientra almeno nella classe B, ha fatto propendere per considerare tutti gli indicatori di performance come elemento discriminante. Infatti, per accedere al livello B le imprese devono comunicare, sia a livello di "profilo" sia di "modalità di gestione" il 100% delle informazioni richieste. Per l'analisi in esame sono stati considerati gli indicatori comuni a tutti i settori.

Gli indicatori previsti dal GRI 3.0 e 3.1 analizzati sono i seguenti:

- Indicatori di performance economica
- Indicatori di performance ambientale

- Indicatori di performance sociale - Pratiche di lavoro e condizioni di lavoro adeguate
- Indicatori di performance sociale - Diritti Umani
- Indicatori di performance sociale – Società
- Indicatori di performance sociale - Responsabilità di prodotto

L'elenco di tutti i singoli indicatori verrà inserito in appendice tabella A.1.

Per valutare il livello dell'informativa societaria ci sono due modi: uno ponderato e uno non ponderato (Cooke, 1989). I sostenitori dell'approccio ponderato (Coperland e Fredericks, 1968) ritengono che tutti gli elementi di informazione hanno una diversa importanza ed è pertanto necessario dare ad ognuno un determinato peso. Mentre l'approccio non ponderato si basa sul presupposto che ogni elemento abbia uguale importanza degli altri. È stato utilizzato questo secondo metodo, sia per effettuare un'analisi il più neutra possibile, sia perché l'attribuzione di un peso non è una questione di facile risoluzione, visto che ogni gruppo di stakeholder potrebbe avere un giudizio diverso sull'importanza dei singoli elementi (Chow, 1987). Il medesimo approccio è stato applicato anche in diversi studi precedenti e questo ci rassicura sulla bontà del metodo (Cooke, 1989; Omar e Simon, 2001; Wallace et al., 1994).

Dal punto di vista applicativo, bisogna assegnare un punteggio su base dicotomica: "1" se un elemento è stato comunicato, "0" se non è presente. Si ottiene così il numero di elementi che l'impresa ha comunicato. Si è poi applicato la seguente formula:

$$PT = \sum_{i=1}^n d_i \quad (4)$$

Dove, d_i rappresenta l'elemento da comunicare a cui viene assegnato il punteggio e n rappresenta il numero degli elementi. È stato poi indicizzato il punteggio totale. L'indice è definito dal rapporto tra ciò che comunica e quello che avrebbe dovuto comunicare.

$$LC = \frac{PT}{PM} = \frac{\sum_1^m d_i}{\sum_1^n d_i} \quad (5)$$

dove:

LC = il Livello di Comunicazione;

PC = il Punteggio Totale comunicato;

PM = il Punteggio Massimo comunicabile;

d = l'elemento da comunicare;

m = numero di elementi che sono stati comunicati ($m \leq n$);

n = numero di elementi massimo da comunicare.

Alle imprese che non hanno adottato nessun tipo di reportistica, o che presentavano report di sostenibilità redatti non utilizzando il framework GRI, e quindi rendendo impossibile un confronto su tali elementi, è stato assegnato un $LC = 0$.

3.2 Il campione e la sua analisi

Lo scopo di questo studio è quello di indagare l'associazione tra i rendimenti azionari, la *Q* di Tobin e il livello di comunicazione attuato dall'impresa. Lo studio è stato condotto utilizzando le componenti del FTSE MIB Index e quelle del FTSE/JSE Africa Top40 Tradeable Index in data 16/12/2013.

La scelta è motivata dal fatto che l'indice italiano rappresenta le maggiori imprese italiane e quindi offre uno spaccato sulla situazione del nostro Paese. Sei delle otto imprese che hanno partecipato Pilot Programme Business sono presenti in questo indice, l'Italia occupa il terzo posto dietro a Regno Unito e all'Olanda per numero di

imprese coinvolte nel programma dell'IIRC. La scelta dell'indice sudafricano rappresenta invece una scelta dovuta essendo l'unico paese con l'obbligo di riportare informazioni ESG per le imprese quotate.

Quindi si è ottenuto un paniere composto di 82 imprese equamente distribuite fra i due indici. Due imprese dell'indice italiano e una dell'indice sudafricano sono state eliminate, dato che non si disponeva di alcun dato finanziario a causa della loro recente quotazione. Il campione effettivamente utilizzato è stato quindi di 79 imprese, appartenenti a 27 settori diversi.

Tabella 3.2: Settori industriali presenti nel campione

Settore (27)	Percentuale %	
1. Aerospace & Defense	1.25%	3.75%
2. Apparel & Textile Products		
3. Asset Management	1.25%	2.50%
4. Automotive		
5. Banking	16.25%	1.25%
6. Biotech & Pharma		
7. Construction Materials	2.50%	6.25%
8. Consumer Products		
9. Dist/Whsl - Consumer Staples	1.25%	1.25%
10. Engineering & Const Srvcs		
11. Insurance	8.75%	7.50%
12. Iron & Steel		
13. Manufactured Goods	1.25%	2.50%
14. Media Content		
15. Medical Equipment/Devices	1.25%	7.50%
16. Metals & Mining		
17. Oil, Gas & Coal	5.00%	1.25%
18. Real Estate Oper & Srvcs		
19. REIT	1.25%	3.75%
20. Retail Discretionary		
21. Retail Staples	1.25%	1.25%
22. Semiconductors		
23. Specialty Finance	3.75%	5.00%
24. Telecom		
25. Transportation Equipment	1.25%	2.50%
26. Travel, Lodging & Dining		
27. Utilities	6.25%	

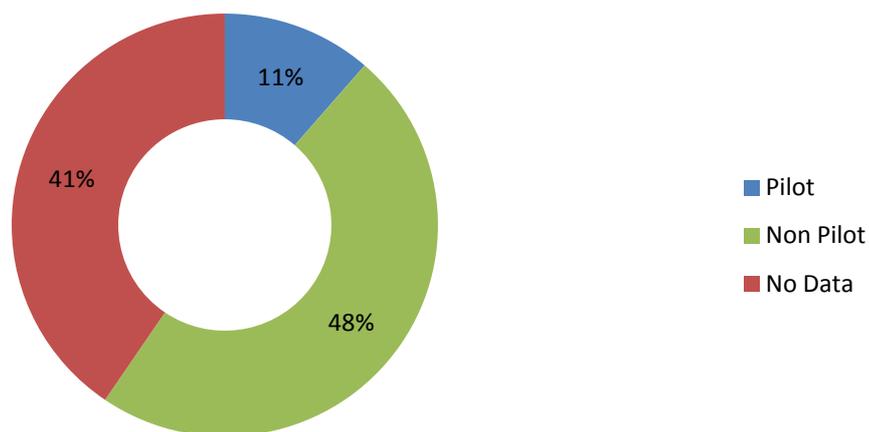
Il settore bancario è quello predominante con una percentuale del 16,50%, seguito dal settore assicurativo (8,75%) e dai settori Iron & Steel e Metals & Mining entrambi con una percentuale del 7,50%. La classificazione è stata determinata utilizzando i settori industriali attribuiti da Bloomberg.

Di seguito vengono presentate alcune figure che forniscono diverse considerazioni sull'indice di comunicazione.

Come si può notare nella figura 3.3, all'interno del campione sono presenti 6 imprese italiane e 3 sudafricane che fanno parte del programma Pilot dell'IIRC. Vi sono

38 imprese che forniscono informazioni ESG, mentre 32 quelle di cui non è disponibile alcun dato.

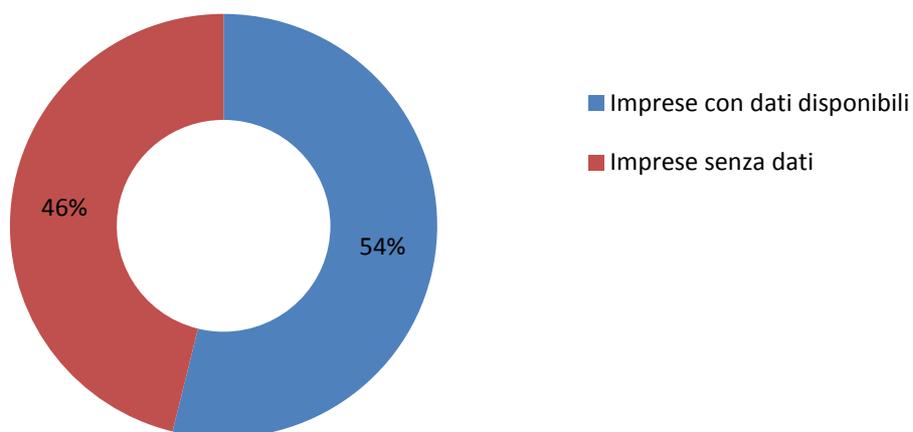
Figura 3.3: Imprese Pilot, Non Pilot e Senza dati.



Fonte: elaborazione personale

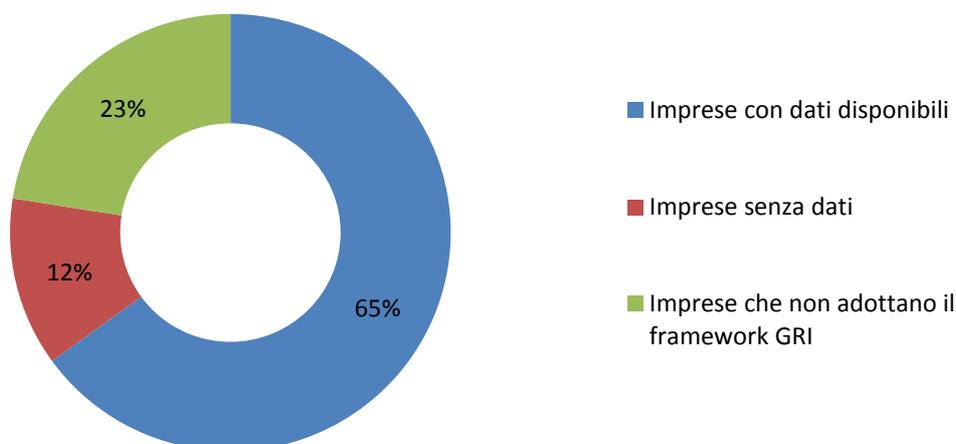
Nelle figure sottostanti il campione è stato suddiviso in modo da mettere in rilievo la percentuale di imprese che comunicano a livello nazionale i dati non finanziari.

Figura 3.4: Percentuale di imprese italiane con dati ESG



Fonte: elaborazione personale

Figura 3.12: Percentuale di imprese sudafricane con dati ESG



Fonte: elaborazione personale

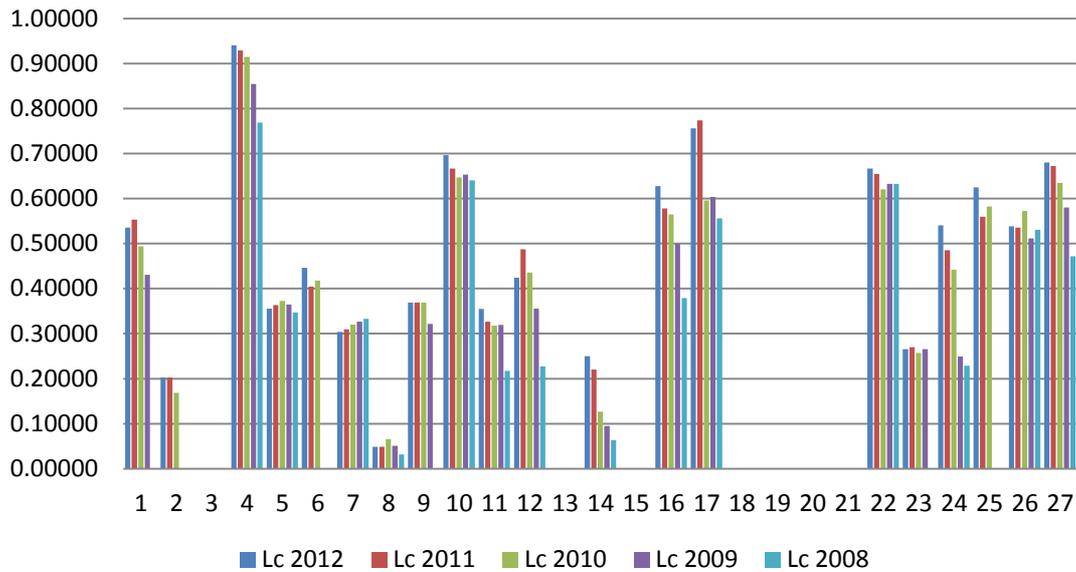
Dalle figure 3.4 e 3.5 si può notare come solo il 54% delle imprese del FTSE MIB forniscano informazioni “sostenibili”. Mentre per quel che riguarda le imprese sudafricane ben il 65% dispone di dati ESG. La percentuale raggiunge quota 88% se si tiene conto delle imprese che non utilizzano il framework GRI, ma che ai fini dello studio sono state fatte rientrare nella categoria di imprese che non comunicano, data l’impossibilità di confrontare e quantificare le informazioni fornite. Quindi il totale di imprese sudafricane che non comunicano costituisce il 35%.

Osservando le imprese che effettivamente comunicano notiamo che vi è una grande discrepanza tra imprese italiane e sudafricane, si attesta a 34%, mentre tenendo conto della riclassificazione attuata questa scende all’11%. Il motivo di tale discrepanza può essere ricondotto alla differente normativa in materia di accesso al mercato borsistico, la quale prevede l’adozione del report integrato e quindi alla pubblicazione di informazioni su tematiche sociali, ambientali e di governance per le imprese sudafricane.

La prima figura (3.5) rappresenta il livello di comunicazione di ogni settore industriale suddiviso durante l’intero arco temporale preso in considerazione. I valori sono stati calcolati come media dell’indice di comunicazione di tutte le imprese che appartenevano allo stesso settore. Come si può notare, alcuni settori risultano sprovvisti di dati, in quanto, tutte le imprese appartenenti a quel settore non hanno fornito alcun dato non finanziario. Nella gran parte dei settori il livello di comunicazione è aumentato

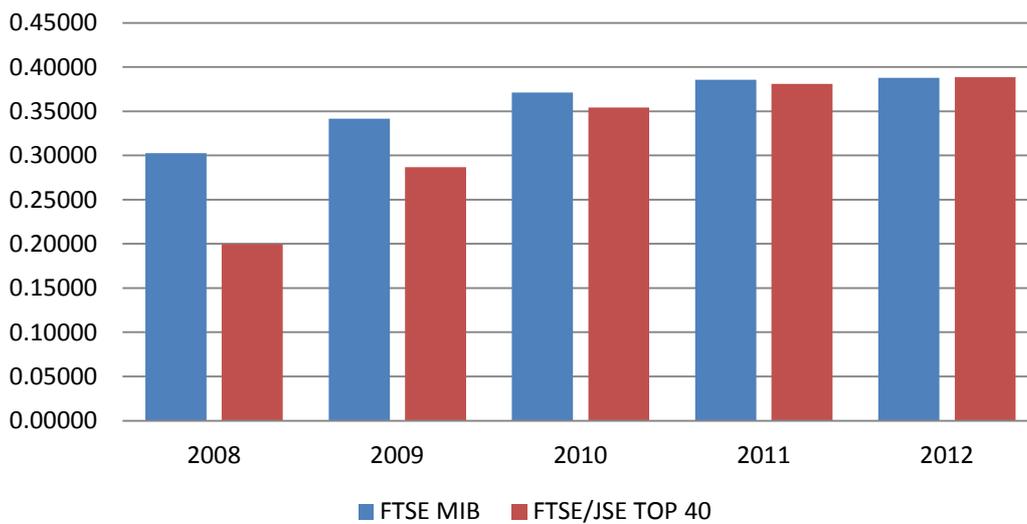
seppur con differente intensità tra un settore e l'altro. I comparti che risultano essere quelli più "comunicativi" sono quelli dell' automotive, seguito da Oil, Gas & Coal e Engineering & Const Srvcs. L'unica voce in cui la media degli indice di comunicazione del 2008 risulta essere superiore a quella del 2012 è Construction Materials.

Figura 3.6: Livello di Comunicazione per Settore



Fonte: elaborazione personale, per legenda dei settori si guardi la tabella 3.1

Figura 3.7: Livello di Comunicazione per nazione



Fonte: elaborazione personale

Nella figura 3.7 è rappresentato il livello di comunicazione nazionale: si osserva come, peraltro già indicato dall'analisi settoriale, il livello di comunicazione sia aumentato nel corso del tempo. Risulta infatti evidente come i livelli di partenza fossero ben diversi, raggiungendo poi successivamente dati prossimi alla convergenza. Sebbene le imprese italiane partissero da un livello ben più elevato, il Sudafrica è riuscito in pochi anni a mettersi al passo con le imprese italiane. Nello specifico, a fronte di una crescita pressoché costante delle imprese italiane, quelle sudafricane hanno registrato una crescita significativa tra 2008 e 2010. Le ragioni di questa crescita così accentuata possono trovarsi nella modifica al “*Companies Act*” del 2008 e nella pubblicazione del King III del 2009.

3.3 Risultati

Questo paragrafo presenta le conclusioni di questa tesi. In primo luogo saranno esposti i risultati ottenuti delle regressioni effettuate e queste saranno commentate, mentre successivamente verranno illustrati dei suggerimenti per la ricerca futura in questo campo.

Tabella 3.3: Statistiche delle variabili utilizzate

Statistiche						
2008	Dy	Q	Eps	Size	Lc	
Mean	6.353022	1.37877	0.71432	9.304494	0.28055	
Std. Dev.	3.610508	0.657791	1.726321	1.763999	0.308893	
Max	20.0815	4.1888	7.728	13.86011	0.88394	
Min	0.3953	0.776	-8.0727	5.57866	0	
2009						
Mean	4.129178	1.572062	0.502325	9.459886	0.336767	
Std. Dev.	3.787938	0.883477	1.224231	1.74584	0.326606	
Max	20.7132	6.0778	6.7452	13.74161	0.95569	
Min	0.3144	0.7863	-4.8788	5.81981	0	
2010						
Mean	3.250926	1.570004	0.714835	9.575346	0.369378	
Std. Dev.	1.910273	0.877036	1.573129	1.706792	0.337318	
Max	7.9784	5.3755	4.6161	13.74239	0.96835	
Min	0.413	0.8079	-9.7278	6.10396	0	
2011						
Mean	4.105787	1.435636	0.604097	9.629039	0.395442	
Std. Dev.	2.67574	0.762658	1.619605	1.689504	0.35181	
Max	16.3704	5.2192	5.2808	13.73946	0.99405	
Min	0.6316	0.668	-6.5676	6.16163	0	
2012						
Mean	3.388145	1.535259	0.627614	9.642579	0.392938	
Std. Dev.	2.063604	0.918472	1.121599	1.678371	0.357307	
Max	8.7335	5.5884	4.75	13.73952	0.9881	
Min	0.4481	0.6034	-2.4287	6.26344	0	

Dy=Dividend Yield, Q= Q di Tobin, Esp= Earnings per share, Size, Lc= livello di comunicazione

Osservando i valori medi si può notare come il livello dei *dividend yield* sia diminuito nel periodo compreso tra il 2008 e il 2010, subendo un leggero incremento nel 2011 per poi tornare nel 2012 ai livelli del 2010. L'andamento risente senza dubbio della crisi finanziaria che a partire dal 2008 si è abbattuta sui mercati finanziari, e della crisi del

debito del 2011. Ciononostante la *Q* di Tobin si è mantenuta costante ed il livello di comunicazione risulta avere un andamento positivo come peraltro già rilevato dalle figure precedenti. Per quel che riguarda la variabile *size* l'andamento risulta costante. In particolare, tutti i settori presentano un andamento simile, ma si riscontra un aumento delle dimensioni più o meno in tutti i settori a partire dal 2008. *banking, insurance e aerospace & defense*, mentre quelli di minori dimensioni *retail staples e medical equipment/devices*. In termini di misure relative il primo settore ha dimensioni quasi doppie rispetto all'ultimo (Figura A.1 – appendice). Se esaminata dal punto di vista nazionale, si può dire che le imprese italiane hanno mediamente dimensioni maggiori rispetto a quelle sudafricane nell'ordine dell'8% durante tutto il periodo preso in esame, dato che l'andamento della dimensione nei due paesi è grossomodo speculare (Figura A.2 – appendice). Tutte le altre variabili hanno andamenti speculari nel tempo, ad eccezione del cosiddetto *earning per share*. Il Sudafrica denota un trend positivo fino al 2011 che subisce poi un forte calo nel 2012, mentre la situazione italiana è opposta, ovvero vi è una diminuzione fino al 2011, mentre il 2012 è contrassegnato da una buona ripresa, riportando entrambi per lo più alla loro situazione iniziale, nella quale si attestavano sugli stessi livelli (Figura A.3).

Di seguito vengono presentate alcune delle regressioni più significative che hanno prodotto i risultati empirici della ricerca.

La prima ipotesi di ricerca sostiene che le imprese con livelli di comunicazione più elevati dovrebbero presentare *dividend yield* maggiori rispetto alle imprese meno comunicative; in particolare si attende una correlazione positiva tra rendimento azionario e indice di comunicazione:

Tabella 3.4: Regressione effettuata utilizzando l'equazione (1). Panel utilizzato: nazionale

```

. xtreg Dy size LC maturità, fe

```

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	370
Group variable: nazione	Number of groups	=	2
R-sq: within = 0.0538	Obs per group: min =		180
between = 1.0000	avg =		185.0
overall = 0.0695	max =		190
	F(3,365)	=	6.92
corr(u_i, Xb) = 0.2547	Prob > F	=	0.0002

Dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
size	.225805	.0995282	2.27	0.024	.0300844 .4215256
LC	1.027982	.4813128	2.14	0.033	.081488 1.974476
maturità	.7935359	.3219103	2.47	0.014	.1605043 1.426567
_cons	1.323828	.9261967	1.43	0.154	-.4975234 3.14518
sigma_u	.46689447				
sigma_e	2.9806537				
rho	.02394898	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0:	F(1, 365) =	4.16	Prob > F = 0.0420
------------------------	-------------	------	-------------------

I risultati dello studio mostrano la significatività delle variabili indipendenti rispetto alla variabile dipendente. Ciò rende vera l'ipotesi suggerita e pertanto assicura che i rendimenti azionari siano influenzati dal livello di comunicazione.

Per determinare quale fosse la situazione all'interno dei singoli Paesi utilizzati per il campione, si è proceduto effettuando due regressioni lineari, una per Stato.

I dati sono stati aggregati in un unico campione, come nella regressione precedente, in modo da poter disporre di un campione più ampio che fornisca maggior robustezza alla nostra analisi.

Tabella 3.5: regressione lineare secondo l'equazione (1) per le sole imprese italiane

. regress Dy size LC maturità						
Source	SS	df	MS			
Model	336.322981	3	112.10766	Number of obs =	180	
Residual	2065.06678	176	11.733334	F(3, 176) =	9.55	
				Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.1401	
				Adj R-squared =	0.1254	
				Root MSE =	3.4254	
Dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.27765	.1563573	1.78	0.078	-.0309264	.5862264
LC	2.301397	.7767803	2.96	0.003	.7683943	3.834399
maturità	1.150956	.5239001	2.20	0.029	.1170207	2.18489
_cons	.4806067	1.458186	0.33	0.742	-2.397174	3.358387

Tabella 3.6: regressione lineare secondo l'equazione (1) per le sole imprese sudafricane

. regress Dy size LC maturità						
Source	SS	df	MS			
Model	14.4527696	3	4.81758987	Number of obs =	190	
Residual	1011.2905	186	5.43704571	F(3, 186) =	0.89	
				Prob > F =	0.4494	
				R-squared =	0.0141	
				Adj R-squared =	-0.0018	
				Root MSE =	2.3317	
Dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	-.0067069	.1185826	-0.06	0.955	-.2406467	.2272329
LC	-.891152	.5543849	-1.61	0.110	-1.984843	.2025385
maturità	-.0455224	.367668	-0.12	0.902	-.7708578	.6798131
_cons	4.048557	1.112101	3.64	0.000	1.854605	6.242509

Appare evidente come il caso italiano risulti molto significativo, a differenza delle imprese sudafricane.

Ulteriore elemento di incertezza riguarda la differenza di segno dei coefficienti. Si può affermare che l'ipotesi resti valida per le sole imprese italiane. Le cause di questa discrepanza nei risultati non sono facilmente individuabili, ma potrebbero riguardare:

- il diverso impatto che la crisi economica ha prodotto nei due mercati;
- le diverse dinamiche economiche nazionali;
- la politica dei dividendi.

La stessa analisi presentata nella tabella (3.4) è stata effettuata utilizzando come panel i settori industriali. Tuttavia tale analisi non ha portato a nessun risultato significativo.

Si è voluto allora testare l'ipotesi da un ulteriore punto di vista. Si è presa in esame la totalità delle imprese utilizzando un panel di tre elementi, costituito da: imprese facenti parte del programma Pilot dell'IIRC, imprese con dati ESG ma non partecipanti al programma Pilot ed infine imprese senza informazioni ESG.

Tabella 3.7: regressione lineare secondo l'equazione (1). Panel: "Pilot, Non Pilot, No data"

```

. xtset pnpng
      panel variable:  pnpng (unbalanced)

. xtreg Dy size LC maturità, fe

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       370
Group variable: pnpng                          Number of groups =         3

R-sq:  within = 0.0593                          Obs per group:  min =        44
      between = 0.9697                             avg   =       123.3
      overall  = 0.0672                             max   =        181

                                          F(3,364)       =        7.65
corr(u_i, Xb) = -0.6073                          Prob > F       =       0.0001

```

Dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
size	.2548619	.0993072	2.57	0.011	.059574	.4501498
LC	1.695526	.9363376	1.81	0.071	-.1457839	3.536837
maturità	.9302574	.3183802	2.92	0.004	.304162	1.556353
_cons	.7516817	.938654	0.80	0.424	-1.094184	2.597547
sigma_u	.3058841					
sigma_e	2.9985778					
rho	.01029881	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(2, 364) =      0.38          Prob > F = 0.6832

```

Il risultato illustra come, anche a livello di singola categoria l'ipotesi di partenza risulti fondata. Anche in questo caso l'analisi è stata approfondita indagando le singole categorie distinte. In particolare, si è osservata una significatività, seppur minima, tra le variabili di nostro interesse, solo utilizzando un campione formato dalle imprese Pilot di entrambe le nazioni. Al contrario, utilizzando i settori industriali come panel l'analisi non ha portato ad alcun risultato. Infine, per quanto riguarda le imprese "non pilot" nessuna delle regressioni ha portato a conclusioni soddisfacenti.

Tabella 3.8: regressione lineare secondo l'equazione (1). Campione: imprese *Pilot*. Panel: nazionalità

```
. xtreg Dy size LC maturità, fe
```

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	44
Group variable: nazione		Number of groups	=	2
R-sq: within	= 0.1132	Obs per group: min	=	14
between	= 1.0000	avg	=	22.0
overall	= 0.0739	max	=	30
corr(u_i, Xb) = -0.6945		F(3, 39)	=	1.66
		Prob > F	=	0.1916

Dy	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
size	-.822724	.4781231	-1.72	0.093	-1.789819 .1443712
LC	3.374173	2.051872	1.64	0.108	-.7761307 7.524476
maturità	-1.167133	1.105906	-1.06	0.298	-3.404039 1.069773
_cons	11.48786	5.406378	2.12	0.040	.5524302 22.42329

sigma_u	3.5292739				
sigma_e	1.9524275				
rho	.76567296	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0:	F(1, 39) =	16.60	Prob > F =	0.0002
------------------------	------------	-------	------------	--------

Alla luce dei risultati emersi in relazione alla prima ipotesi di studio si può affermare come vi sia una correlazione positiva tra rendimenti e livello di comunicazione solamente nell'orbita delle singole nazioni, mentre all'interno della sfera industriale l'evidenza empirica dimostra come non vi sia alcuna correlazione tra le due variabili.

La seconda ipotesi di studio ricerca una correlazione tra Q di Tobin e l'indice di comunicazione. Se il valore di mercato dell'impresa è correlato all'indice di comunicazione, allora anche la Q di Tobin, misurando la differenza tra il valore di mercato e il costo degli asset tangibili, deve essere positivamente correlata al livello di comunicazione. Quindi, al crescere dell'indice di comunicazione, cresce il valore di mercato e pertanto, *ceteris paribus*, dovrebbe crescere anche il valore della Q di Tobin. Tale indagine è stata fatta utilizzando il modello di regressione (3) che ha prodotto i seguenti risultati:

Tabella 3.9: regressione lineare secondo l'equazione (3).

```

. xtset nazione
      panel variable:  nazione (unbalanced)

. xtreg Q eps LC size, fe

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       381
Group variable: nazione                       Number of groups =         2

R-sq:  within = 0.3070                        Obs per group:  min =       189
        between = 1.0000                       avg           =     190.5
        overall = 0.3449                       max           =       192

corr(u_i, Xb) = 0.2658                        F(3, 376)       =     55.53
                                                Prob > F        =     0.0000
    
```

Q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
eps	.1153574	.0239734	4.81	0.000	.0682187 .1624962
LC	-.009736	.1057425	-0.09	0.927	-.2176568 .1981849
size	-.2323683	.0214833	-10.82	0.000	-.2746107 -.1901258
_cons	3.643677	.2019841	18.04	0.000	3.246517 4.040837
sigma_u	.15507077				
sigma_e	.65853649				
rho	.05253668	(fraction of variance due to u_i)			

```

F test that all u_i=0:      F(1, 376) =      9.79          Prob > F = 0.0019
    
```

La regressione mette in evidenza come la variabile LC non è significativa, si è quindi costretti a rifiutare l'ipotesi formulata. Le ragioni di tale risultato difficilmente possono trovarsi nella costruzione del modello, perché, come si può osservare, le variabili di controllo hanno una significatività massima. Piuttosto si può ritenere che la Q di Tobin perda di significato se utilizzata come dato su base nazionale, visto che solitamente ha un maggiore significato quando usata per valutare beni immateriali facenti parte di un insieme omogeneo di imprese, legate da caratteristiche comuni. Infatti la Q di Tobin viene applicata con profitto soprattutto nelle analisi di benchmark e nelle comparazioni interaziendali e intertemporali di organizzazioni di imprese aventi caratteristiche affini, che operano nello stesso settore industriale e servono gli stessi mercati (Panno, 2012: 212-214).

Si è quindi studiato l'ipotesi utilizzando il panel settore.

In questo caso il risultato prodotto è stato in linea con le aspettative teoriche, il livello di comunicazione si rivela significativo seppur debolmente. Questo può essere spiegato dall'esiguo numero di imprese per ogni settore industriale, infatti vi è una media di 2.82 imprese per settore.

Tabella 3.10: regressione con modello (3). Panel: settore

```

. xtset settore
      panel variable:  settore (unbalanced)

. xtreg Q eps LC size, fe

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       381
Group variable: settore                       Number of groups =        27

R-sq:  within = 0.1490                        Obs per group:  min =         5
        between = 0.6025                       avg =          14.1
        overall = 0.3334                       max =          65

                                                F(3, 351)       =       20.48
corr(u_i, Xb) = 0.1987                        Prob > F        =       0.0000

```

Q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
eps	.0794052	.0252294	3.15	0.002	.0297854	.1290249
LC	.2042289	.1257704	1.62	0.105	-.0431294	.4515873
size	-.2272821	.0314515	-7.23	0.000	-.2891391	-.1654251
_cons	3.542555	.2963113	11.96	0.000	2.959786	4.125324
sigma_u	.44924051					
sigma_e	.61120624					
rho	.35074819	(fraction of variance due to u_i)				

```

F test that all u_i=0:      F(26, 351) =      3.73          Prob > F = 0.0000

```

Per completare l'analisi si è indagato se i livelli di comunicazione dei periodi precedenti impattassero sul livello attuale della Q di Tobin. Quindi si è effettuata una regressione lag sulla base del seguente modello:

$$Q_t = Eps_t + Eps_{t-1} + LC_t + LC_{t-1} + LC_{t-2} + LC_{t-3} + LC_{t-4} + size \quad (6)$$

Tabella 3.11: regressione lag secondo modello (6). Panel: settore

```
. xtreg Qt eps eps_1 LCt LCt_1 LCt_2 LCt_3 LCt_4 size, fe
```

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	78
Group variable: settore		Number of groups	=	27
R-sq: within	= 0.3901	Obs per group: min	=	1
between	= 0.3441	avg	=	2.9
overall	= 0.4116	max	=	13
corr(u_i, Xb) = -0.2003		F(8, 43)	=	3.44
		Prob > F	=	0.0038

Qt	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
eps	.2053295	.1276627	1.61	0.115	-.0521268 .4627858
eps_1	.0365772	.0883281	0.41	0.681	-.1415533 .2147078
LCt	.9023432	1.345399	0.67	0.506	-1.810913 3.6156
LCt_1	.1673743	1.687738	0.10	0.921	-3.236273 3.571022
LCt_2	1.329303	1.439964	0.92	0.361	-1.57466 4.233267
LCt_3	-3.230042	1.231957	-2.62	0.012	-5.714519 -.7455645
LCt_4	1.244957	.7449105	1.67	0.102	-.2572985 2.747212
size	-.2539711	.0875808	-2.90	0.006	-.4305947 -.0773475
_cons	3.633731	.8347884	4.35	0.000	1.950219 5.317242

sigma_u	.61420602
sigma_e	.69260856
rho	.44022002 (fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0:	F(26, 43) =	0.95	Prob > F = 0.5418
------------------------	-------------	------	-------------------

Da quest'ultima regressione si può osservare come LC_{t-3} e LC_{t-4} risultino essere significativi. Sarebbe molto interessante vedere i risultati nel medio/lungo periodo; tuttavia, per procedere con analisi più approfondite, è necessario disporre di un numero maggiore di dati. Come noto, la produzione di report contenenti informazioni di tipo ESG è una pratica recente, e come tale, in data attuale la loro produzione non risulta essere sufficientemente corposa.

Attraverso le regressioni condotte è stato possibile verificare che entrambe le ipotesi si sono rivelate fondate, ma solo in parte. La prima ha evidenziato che vi è una correlazione positiva tra il livello di comunicazione e il rendimento azionario solo a livello nazionale, mentre la seconda ipotesi ha dimostrato come vi è una correlazione positiva tra la Q di Tobin e l'indice di comunicazione esclusivamente a livello settoriale.

Questa tesi ha riguardato una parte limitata dell'ambito in cui l'informazione non finanziaria può essere coinvolta, dato che il campo di azione per lo sviluppo di ulteriori analisi potrebbe essere vastissimo. Molte sono le angolazioni e le prospettive dalle quali guardare questa tematica, e moltissime potrebbero essere le variabili da includere in ulteriori ricerche per determinare quali correlazioni esse potrebbero avere con la rendicontazione integrata.

Questo stesso studio avrebbe potuto essere condotto in modo diverso, magari tenendo conto di ulteriori e diverse variabili o determinando l'indice di comunicazione attraverso un approccio diverso o ancora, conducendo delle interviste per indagare effettivamente se le informazioni ESG risultino avere il valore loro attribuito presso gli investitori.

Conclusioni

L'aumento della complessità ha reso i mercati del *business* e del capitale sempre più articolati e di difficile gestione, generando così, una crescente richiesta di informazioni sia finanziarie sia non finanziarie da parte di investitori e *stakeholders*, volti ad ottenere migliori basi conoscitive per attuare i propri processi decisionali.

Le pratiche di *disclosure* e di comunicazione aziendali hanno quindi dovuto far fronte a questi continui sviluppi attraverso l'utilizzo di informazioni più dettagliate, modelli e framework che tenessero conto di questa nuovo bisogno informativo.

Questo percorso ha portato alla nascita di una nuova frontiera della rendicontazione: il *report* e il *reporting* integrato.

La tesi va ad affrontare questo tema, cercando di capire quali fossero i motivi che hanno spinto allo sviluppo di questo strumento. Il primo capitolo affronta l'origine della comunicazione d'impresa e quella finanziaria che ha visto nel corso del tempo l'aumento della trasparenza nella rendicontazione richiesta dagli utenti. Si è potuto apprezzare come il contributo dell'informativa volontaria e obbligatoria abbia portato notevolmente ad accrescere il valore dell'impresa, avendo ripercussioni su più aspetti dell'impresa stessa. C'erano le basi quindi per poter supporre che l'introduzione del report integrato portasse quindi ulteriori benefici, o quanto meno potesse incidere su alcune variabili di mercato. Pertanto, dopo un'approfondita esposizione del report integrato nel secondo capitolo, si è andato ad analizzare quale potesse essere l'impatto della reportistica ESG su *dividend yield* e Q di Tobin. Ciò con l'obiettivo di determinare se le informazioni ESG avessero qualche impatto sulle due variabili analizzate, e di conseguenza verificare se l'introduzione del report integrato potesse essere una soluzione auspicabile o meno.

Il risultato ottenuto è stato soddisfacente, avendo riscontrato che le ipotesi di studio si sono rivelate verificate anche se solo in modo parziale; si è notato infatti che esiste una correlazione positiva tra il livello di comunicazione e il rendimento azionario a livello nazionale, e tra la Q di Tobin e l'indice di comunicazione a livello settoriale. Ciò dimostra come il report integrato sia uno strumento in grado di fornire un supporto concreto alla comprensione delle informazioni finanziarie, ma che potrebbe anche

essere utilizzato per determinare opportunità e rischi dell'impresa e quindi valutare le prospettive future della stessa.

Inoltre, se si considera che siamo agli albori della rendicontazione integrata, risulta evidente fin da ora che le potenzialità di questo strumento sono inimmaginabili. La ricerca futura permetterà di ampliare il campo di applicazione del report integrato, così da essere in grado di guidare le scelte di investitori e *stakeholders*. Per questo è opportuno che i soggetti interessati esercitino pressioni affinché le imprese si muovano in direzione della rendicontazione integrata. L'adozione da parte delle imprese di tale strumento dipenderà dal loro grado di maturità e dall'interesse da parte degli investitori e degli *stakeholders* ad avere un supporto informativo che risponda sempre più alle loro mutevoli esigenze. In tale scenario, l'opportunità di creare valore economico, congiungendo l'attenzione per il valore "sociale e ambientale", è destinata a rappresentare una delle grandi sfide dell'economia globale.

Appendice

Tabella A.1: G3.1 Content Index

Indicatore di performance	Descrizione
Indicatori di performance economica	
EC 1	Valore economico direttamente generato e distribuito
EC 2	Implicazioni finanziarie e altri rischi e opportunità per l'azienda dovuti a cambiamenti climatici
EC 3	Copertura degli obblighi assunti in sede di definizione del piano pensionistico
EC 4	Finanziamenti significativi ricevuti dalla Pubblica Amministrazione
EC 5	Rapporto tra stipendio standard dei neoassunti per genere e lo stipendio minimo locale nelle sedi operative più significative
EC 6	Politiche e pratiche e percentuale di spesa concentrata su fornitori locali
EC 7	Procedure di assunzione di persone locali e percentuale dei senior manager locali
EC 8	Sviluppo e impatto di investimenti in infrastrutture forniti per "pubblica utilità"
EC 9	Analisi e descrizione dei principali impatti economici indiretti considerando le esternalità generate
Indicatori di performance ambientale	
EN 1	Materie prime utilizzate per peso o volume
EN 2	Percentuale dei materiali utilizzati che deriva da materiale riciclato
EN 3	Consumo diretto di energia suddiviso per fonte energetica primaria
EN 4	Consumo indiretto di energia suddiviso per fonte energetica primaria
EN 5	Risparmio energetico dovuto alla conservazione e ai miglioramenti in termini di efficienza
EN 6	Iniziative per fornire prodotti e servizi a efficienza energetica o basati su energia rinnovabile
EN 7	Iniziative volte alla riduzione del consumo dell'energia indiretta e riduzioni ottenute
EN 8	Prelievo totale di acqua per fonte
EN 9	Fonti idriche significativamente interessate dal prelievo di acqua
EN 10	Percentuale e volume totale dell'acqua riciclata e riutilizzata
EN 11	Localizzazione e dimensione dei terreni posseduti, affittati o gestiti in aree (o adiacenti ad aree) protette
EN 12	Descrizione dei maggiori impatti di attività, prodotti e servizi sulla biodiversità di aree protette
EN 13	Habitat protetti o ripristinati
EN 14	Strategie, azioni attuate, piani futuri per gestire gli impatti sulla biodiversità
EN 15	Numero delle specie elencate nella Lista Rossa dell'IUCN e nelle liste nazionali delle specie protette che trovano il proprio habitat nelle aree di operatività dell'organizzazione, suddivise per livello di rischio di estinzione
EN 16	Emissioni totali dirette e indirette di gas a effetto serra per peso
EN 17	Altre emissioni indirette di gas a effetto serra significative per peso
EN 18	Iniziative per ridurre l'emissione di gas a effetto serra e risultati raggiunti
EN 19	Emissioni di sostanze nocive per l'ozono per peso
EN 20	NO, SO, e altre emissioni significative nell'aria per tipologia e peso
EN 21	Acqua totale scaricata per qualità e destinazione

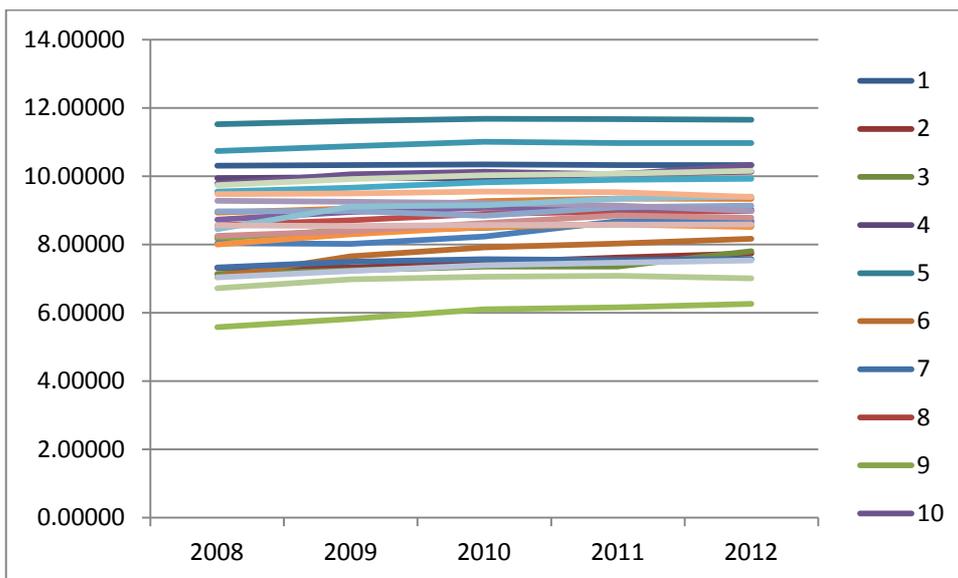
EN 22	Peso totale dei rifiuti per tipologia e per metodi di smaltimento
EN 23	Numero totale e volume di sversamenti significativi
EN 24	Peso dei rifiuti classificati come pericolosi secondo la convenzione di Basilea che sono trasportati, importati, esportati o trattati e loro percentuale trasportata all'estero
EN 25	Identità, dimensione, stato di salvaguardia e valore della biodiversità nei corpi idrici e relativi habitat colpiti in maniera significativa dagli scarichi di acqua e dalle dispersioni provocate dall'organizzazione
EN 26	Iniziative per mitigare gli impatti ambientali dei prodotti e servizi e grado di mitigazione dell'impatto
EN 27	Percentuale dei prodotti venduti e relativo materiale di imballaggio riciclato o riutilizzato per categoria
EN 28	Valore di multe e numero di sanzioni non monetarie per mancato rispetto di regolamenti e leggi ambientali
EN 29	Impatti ambientali significativi del trasporto di prodotti e beni/materiali utilizzati per l'attività dell'organizzazione e per gli spostamenti del personale
EN 30	Spese per investimenti per la protezione dell'ambiente, suddivise per tipologia
Indicatori di performance sociale - Pratiche di lavoro e condizioni di lavoro adeguate	
LA 1	Numero totale di dipendenti, suddiviso per tipologie, tipo di contratto e distribuzione territoriale riportando anche il genere
LA 2	Numero totale e percentuale dei nuovi assunti e tasso di turnover del personale, suddiviso per età, sesso e area geografica
LA 3	Benefit previsti per i lavoratori a tempo pieno, ma non per i lavoratori part time e a termine, suddivisi per principali siti produttivi
LA 4	Percentuale dei dipendenti coperti da accordi collettivi di contrattazione
LA 5	Periodo minimo di preavviso per modifiche operative (cambiamenti organizzativi)
LA 6	Percentuale dei lavoratori rappresentati nel Comitato per la salute e la sicurezza, composto da rappresentanti della direzione e dei lavoratori, istituito al fine di controllare e fornire consigli sui programmi per la tutela della salute e della sicurezza del lavoratore
LA 7	Tasso di infortuni, di malattia, di giornate perse, assenteismo e numero di decessi per area geografica e per genere
LA 8	Programmi di educazione, formazione, consulenza, prevenzione e controllo dei rischi attivati a supporto dei lavoratori, delle rispettive famiglie o della comunità, relativamente a disturbi o malattie gravi
LA 9	Accordi formali con i sindacati relativi alla salute e alla sicurezza
LA 10	Ore medie di formazione annue per dipendente e per genere
LA 11	Programmi per la gestione delle competenze e per promuovere una formazione/aggiornamento progressivo a sostegno dell'impiego continuativo dei dipendenti e per la gestione della fase finale delle proprie carriere
LA 12	Percentuale di dipendenti che ricevono periodicamente valutazioni delle performance per genere
LA 13	Percentuale di dipendenti che ricevono periodicamente valutazioni delle performance per genere
LA 14	Rapporto tra salario base e remunerazione di donne e uomini per categoria professionale per località operative significative
LA 15	Tasso di rientro e retention dopo congedi parentali per genere
Indicatori di performance sociale - Diritti Umani	
HR 1	Percentuale e numero di accordi significativi di investimento e contratti che

	includono clausole che includono sui diritti umani o che sono sottoposti a una relativa valutazione (screening)
HR 2	Percentuale dei fornitori significativi, contrattisti e business partner sottoposti a verifiche su diritti umani e azioni intraprese
HR 3	Ore totali di formazione dei dipendenti su politiche e procedure riguardanti tutti gli aspetti dei diritti umani rilevanti per l'attività dell'organizzazione e percentuale dei lavoratori formati
HR 4	Numero totale di episodi legati a pratiche discriminatorie e azioni correttive intraprese
HR 5	Identificazione delle attività e dei fornitori significativi in cui la libertà di associazione e contrattazione collettiva può essere violata o esposta a rischi significativi e azioni intraprese in difesa di tali diritti
HR 6	Identificazione delle operazioni e dei fornitori significativi con elevato rischio di ricorso al lavoro minorile e delle misure adottate per contribuire alla sua effettiva eliminazione
HR 7	Attività e fornitori significativi con alto rischio di ricorso a tutte le forme di lavoro forzato od obbligato e misure intraprese per contribuire alla loro abolizione
HR 8	Percentuale del personale addetto alla sicurezza che ha ricevuto una formazione sulle procedure e sulle politiche riguardanti i diritti rilevanti per le attività dell'organizzazione
HR 9	Numero di violazioni dei diritti della comunità locale e azioni intraprese
HR 10	Percentuale e numero totale di operazioni che sono state soggette a review sui diritti umani e /o impact assessment
HR 11	Numero di segnalazioni relative al campo dei diritti umani, prese in carico e risolte attraverso meccanismi di grievance formali
Indicatori di performance sociale - Società	
SO 1	Percentuale delle operazioni eseguite con attività di engagement, impact assessment e programmi di sviluppo
SO 2	Percentuale e numero di divisioni interne monitorate per rischi legati alla corruzione
SO 3	Percentuale dei lavoratori che hanno ricevuto formazione sulle politiche e procedure anti-corruzione
SO 4	Azioni intraprese in risposta a episodi di corruzione
SO 5	Posizioni sulla politica pubblica, partecipazione allo sviluppo di politiche pubbliche e pressioni esercitate
SO 6	Totale dei contributi finanziari e benefici prestati a partiti politici, politici e relative istituzioni per paese
SO 7	Numero di azioni legali riferite a concorrenza sleale, anti-trust e pratiche monopolistiche
SO 8	Valore delle sanzioni e numero di sanzioni non monetarie per non conformità a leggi e regolamenti
SO 9	Operazioni con potenziale significativo o impatto negativo attuale sulle comunità locali
SO 10	Prevenzione e misure di mitigazione nelle operazioni con impatti potenziali significativi o negativi attuali sulle comunità locali
Indicatori di performance sociale - Responsabilità di prodotto	
PR1	Fasi del ciclo di vita dei prodotti/servizi per i quali gli impatti sulla salute e sicurezza sono valutati per pro-muoverne il miglioramento e percentuale delle principali categorie di prodotti/servizi soggetti a tali procedure
PR2	Numero totale di casi di non conformità a regolamenti o codici volontari relativi

	all'impatto sulla salute e sulla sicurezza dei prodotti e servizi nel loro intero ciclo di vita
PR3	Tipologia di informazioni relative ai prodotti e servizi richiesti dalle procedure e percentuali di prodotti e servizi significativi soggetti a tali requisiti significativi
PR4	Numero totale (suddiviso per tipologia) di casi di non conformità a regolamenti o codici volontari riguardanti le informazioni e l'etichettatura di prodotti/servizi
PR5	Pratiche relative alla customer satisfaction
PR6	Programmi di conformità a leggi, standard e codici volontari relativi all'attività di marketing
PR7	Numero totale (suddiviso per tipologia) di casi di non conformità a regolamenti o codici volontari riferiti all'attività di marketing incluse la pubblicità, la promozione e la sponsorizzazione
PR8	Numero di reclami documentati relativi a violazioni della privacy e a perdita dei dati dei consumatori
PR9	Valore delle sanzioni per non conformità a leggi e regolamenti riguardanti la fornitura di prodotti e servizi

Fonte: <https://www.globalreporting.org/>

Figura A.13: andamento variabile size per settore



Fonte: per legenda dei settori si guardi la tabella 3.1

Figura A.2: andamento variabile *size* per nazione

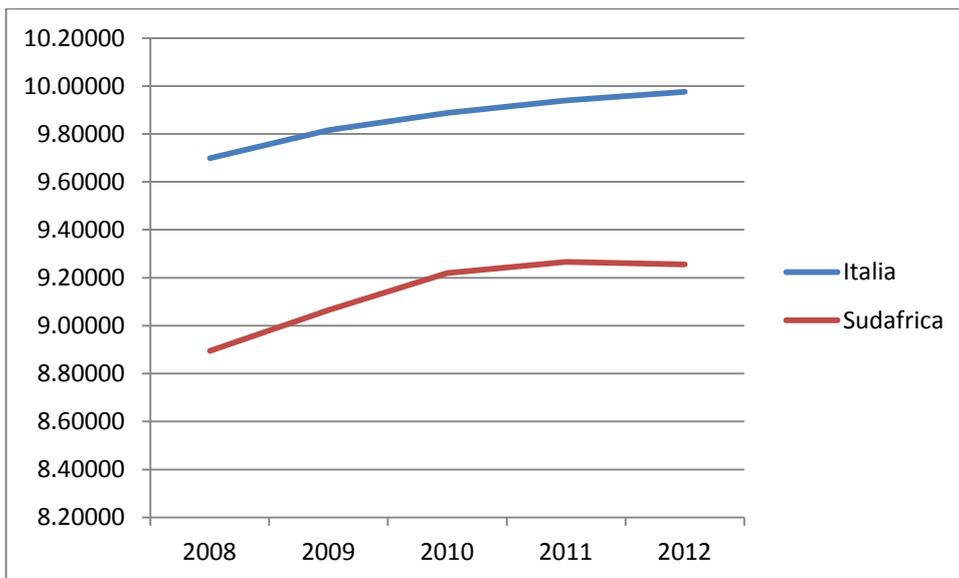


Figura A.3: andamento EPS per nazione

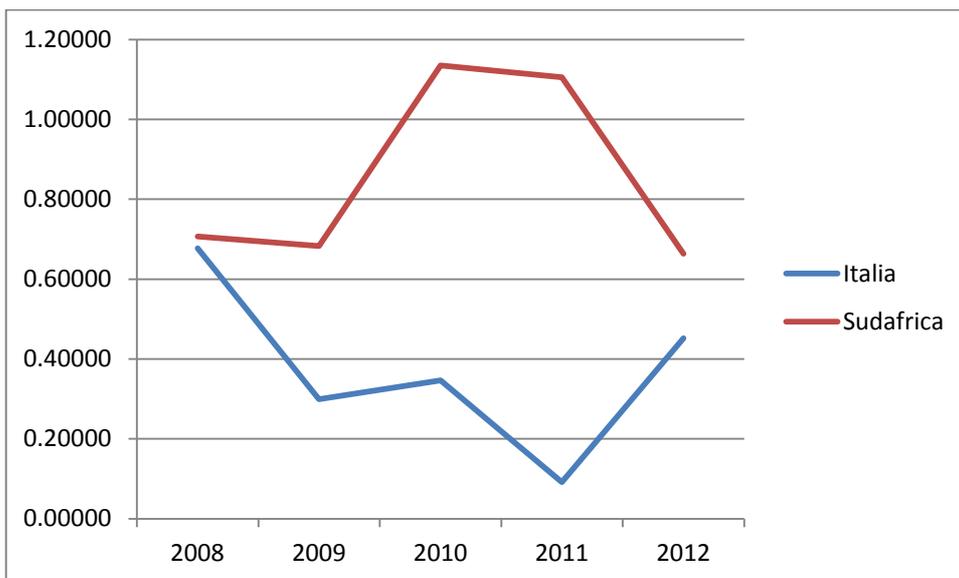


Tabella A.12: elenco imprese presenti nel campione

Imprese del FTSE MIB	Imprese del FTSE/ JSE
A2A SpA	African Bank Investments Ltd
Ansaldo Sts	African Rainbow Minerals Ltd
Assicurazioni Generali	Anglo American Platinum Ltd
Atlantia	Anglo American PLC
Autogrill	AngloGold Ashanti Ltd

Azimut Holding SPA	ArcelorMittal South Africa Ltd
Banca Monte dei Paschi di Siena	Aspen Pharmacare Holdings Ltd
Banca Pop Emilia Romagna	Barclays Africa Group Ltd
Banca Popolare di Milano BPM Bipiemme	Bhp Billiton PLC
Banco Popolare Societa Cooperativa	Compagnie Financiere Richemont SA
Buzzi Unicem	Exxaro Resources Ltd
Davide Campari-Milano S.p.A.	FirstRand Ltd
Diasorin	Gold Fields Ltd
ENEL SPA	Growthpoint Properties Ltd
ENEL GREEN POWER	Harmony Gold Mining Co Ltd
Eni SpA	Impala Platinum Holdings Ltd
EXOR Spa	Intu Properties PLC
FERRAGAMO	Investec Ltd
Fiat Group S.p.A.	Investec PLC
Finmeccanica SpA	Kumba Iron Ore Ltd
Fondiaria-Sai	Liberty Holdings Ltd
GTECH	Lonmin PLC
Intesa Sanpaolo	MTN Group Ltd
Luxottica Group S.p.A.	Naspers Ltd
Mediaset	Nedbank Group Ltd
Mediobanca	Old Mutual PLC
Mediolanum	Pick n Pay Stores Ltd
Parmalat	PPC Ltd
Pirelli & C	Remgro Ltd
Prysmian	RMB Holdings Ltd
Saipem	SABMiller PLC
Snam SpA	Sanlam Ltd
STMicroelectronics NV	Sasol Ltd
Telecom Italia SpA	Shoprite Holdings Ltd
Tenaris SA	Standard Bank Group
Terna	Steinhoff International Holdings Ltd
Tod'S	Telkom SA SOC Ltd
Ubi Banca	The Bidvest Group Ltd
UniCredit SpA	Tiger Brands Ltd

Bibliografia

Adams C., (2013), *Integrated reporting – what it is – and is not: an interview with Paul Druckman*, <<http://drcaroladams.net/integrated-reporting-what-it-is-and-is-not-an-interview-with-paul-druckman/>>

Afza T., (2011), Do Mature Companies Pay More Dividends? Evidence from Pakistani Stock Market, in *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 2(2).

Altamonte Springs: The IIA Research Foundation, (2013), *International Professional Practices Framework*.

Amietta P.L., (1988), La comunicazione nelle organizzazioni, in *L'impresa*, n.2.

Argenti P., Barnes C., (2009), *Digital Strategies for Powerful Corporate Communications*, McGraw-Hill.

Banhegyi S., (2007), *Management: Fresh perspectives*, Pearson Education South Africa.

Bazillier R., Vauday J., (2013), *The Greenwashing Machine: Is CSR More Than Communication?*, Document de Recherche du LEO [hal-00448861 - version 3].

Bebbington J., Gray R., (2001), An Account of Sustainability: Failure, Success and a Re-conceptualisation, in *Critical Perspectives on Accounting*, 12, 557-87.

Belcredi M., (1993), *Economia dell'informazione societaria*, Utet Libreria, Torino.

Beretta, S., (2006), *No News Bad News*, Egea, Milano..

Bertinetti G., (1996), *Comunicazione finanziaria aziendale e teoria della finanza*, Egea, Milano.

Bloomberg, (2010), *The Sustainability Edge*, Sustainability Report 2010.

Bozzolan S., (2005), *Trasparenza informativa e mercato finanziario: modelli e comportamenti di comunicazione volontaria*, McGraw-Hill, Milano.

Bridwell H., (2010), Integrated Reporting: Managing Corporate Reputation to Thrive in the New Economy, in *The Landscape of Integrated Reporting, Reflections and Next Steps*, Harvard Business School: 100-103.

Buzby, S.L., (1975), Company Size, Listed Versus Unlisted Stocks, and the Extent of Financial Disclosure, in *Journal of Accounting Research*, 13(1): 16– 37.

Centre for Tomorrow's Company, (2011), *Tomorrow's Corporate Reporting. A critical system at risk*, < <http://www.pwc.com/gx/en/corporate-reporting/integrated-reporting/publications/tomorrows-corporate-reporting-a-critical-system-at-risk.jhtml>>

Chow C.W., Wong-Boren A., (1987), Voluntary financial disclosure by Mexican corporation, in *The Accounting Review*, 62(3), 533-541.

Cliff Dekker Attorneys, (2002), *King Report on Corporate Governance for South Africa 2002*, What it means to you. <<http://www.mervynking.co.za>>

Coda V., (1989), La comunicazione economica nella strategia aziendale, in CESAD, *La comunicazione economica: valore aziendale o sociale, Atti del convegno organizzato dal CESAD il 20 giugno 1988*, Egea, Milano.

Coda V., (1991), *Comunicazione e immagine nella strategia dell'impresa*, Giappichelli Editore, Torino.

Colombi E., (1993), *La sfida della trasparenza*, Etas Libri, Milano.

Commissione Europea, “Proposta di Direttiva Del Parlamento Europeo E Del Consiglio recante modifica delle direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune società e di taluni gruppi di grandi dimensioni” del 16/04/2013.

Conclusioni Della Presidenza, Consiglio Europeo Di Göteborg, SN 200/1/01 REV 1.

Cooke T. E., (1989), Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies, in *Accounting and Business Research*, 19(74): 113-124.

Copeland R. M., Fredericks M., (1968), Extent of Disclosure, in *Journal of Accounting Research*, 6(1): 106-113.

CorporateRegister.com, (2011), *The CR Reporting Awards – Global Winners & Reporting Trends 2011*, <<http://www.corporateregister.com/downloads/files.html>>

Corvi E., (1997), *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Egea, Milano.

Corvi E., (2000), *Comunicazione d'impresa e investor relation: La gestione della comunicazione economico-finanziaria*, Egea, Milano.

D.Lgs. 24 febbraio 1998, n.58, Testo Unico della Finanza.

Deegan C., (2002), The Legitimising Effect of Social and Environmental Disclosures: A Theoretical Foundation, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3): 282–311.

Deloitte, (2011), The role of internal audit in integrated reporting: A blend of the right ingredients, <<http://deloitteblog.co.za>>

Demattè C., (1988), Intervento al Convegno “La comunicazione economica: valore aziendale o sociale”, organizzato dal CESAD presso L’Università L. Bocconi il 20 giugno 1988, Egea, Milano.

Di Stefano G., (1990), *Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna*, Giuffrè, Milano.

Druckman P., Fries J., (2010) Integrated Reporting: The Future of Corporate Reporting?, in *The Landscape of Integrated Reporting, Reflections and Next Steps*, Harvard Business School, 81-85.

Eccles R. G., Krzus M. P., Serafeim G., (2011), *Market Interest in Nonfinancial Information*, Harvard Business School Working Papers 12-018.

Eccles R. G., Krzus M.P., Casadei A., (2012), *Report Integrato. Rendicontazione integrata per una strategia sostenibile*, Philanthropy, Forlì.

Eccles R.G., (1991), The Performance Measurement Manifesto, in *The Harvard Business Review*, 69 (1): 131-137.

Eccles R.G., Ioannou I., Serafeim G., (2013), *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Harvard Business School, Working Paper 12-035.

Eccles R.G., King M.E., (2010), Integrated reports voluntary filing, In *Focus*, June 2011:3-6.

Eccles R.G., Mavrinac S.C., (1995), Improving the Corporate Disclosure Process, in *MIT Sloan Management Review*, 36(4): 11-25.

Eccles R.G., Saltzman D., (2011), *Achieving Sustainability Through Integrated Reporting*, in *Stanford Social Innovation Review*, Summer 2011: 56-61.

Eccles R.G., Serafeim G., (2011), Accelerating the Adoption of Integrated Reporting, in *Csr Index*, InnoVatio Publishing Ltd: 70-92.

Elkington J., (1997), *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Capstone Publishing, Oxford.

Ettenson R., Knowles J., (2008), Don't Confuse Reputation With Brand, in *MIT Sloan Management Review*, <<http://sloanreview.mit.edu/article/dont-confuse-reputation-with-brand/>>

Eurosif, Acca, (2013), What Do Investors Expect From Non-Financial Reporting? The Association of Chartered Certified Accountants < <http://www.accaglobal.com/> >

Everett J., Neu D., (2000), Ecological Modernisation and the Limits of Environmental Accounting, in *Accounting Forum*, 24(1): 1–29.

Farinas J.C., Moreno L., (2000), Firms' Growth, Size and Age: A Nonparametric Approach, in *Review of Industrial Organization* 17, 249-265.

Ferns B., Emelianova O., Sethi S.P., (2008), In His Own Words: The Effectiveness of CEO as Spokesperson on CSR-Sustainability Issues – Analysis of Data from the Sethi CSR Monitor, in *Corporate Reputation Review*, 11(2): 116-129.

- Fradeani A., (2005), *La globalizzazione della comunicazione economico-finanziaria*, Giuffrè Editore, Milano.
- García-Meca E., (2005), Bridging the gap between disclosure and use of intellectual capital information, in *Journal of Intellectual Capital*, 6(3): 427 - 440.
- Goldman Sachs, (2009), *GS Sustain: Challenges in ESG disclosure and consistency*, <http://www.sseinitiative.org/files/GS_SUSTAIN__Challenges_in_ESG_disclosure_and_consistency.pdf>
- Gray R., Owen D., Adams C., (1996), *Accounting & accountability. Changes and challenges incorporate social and environmental reporting*, Prentice Hall, Hertfordshire.
- Guatri L., (1997), *Valore e "Intangibles" nella misura della performance aziendale*, Egea, Milano.
- Guatri L., Massari M., (1992), *La diffusione del valore*, Egea, Milano.
- Guidara F., (2011), *La comunicazione finanziaria. Come dialogare e convincere il mercato*, Egea, Milano.
- Hendrikse J.W., Kendrikse L., (2004), *Business Governance Handbook: Principles and practice, Volume 1*, Juta and Company Ltd, Cape Town.
- Hespenheide E., Pavlovsky K., McElroy M., (2010), Accounting for sustainability performance (financial benefits of organizations managing and measuring sustainability), in *Financial Executive*, 26(2): 52-56.
- Huergo E., Jaumandreu J., (2002), *How Does Probability of Innovation Change with Firm Age?*, 29th EARIE conference held at Universidad Carlos III de Madrid.
- IIRC, (2011), *Towards Integrated Reporting: Communicating Value in the 21st Century*, <http://theiirc.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf>

IIRC, (2013), *Bozza di consultazione del Framework <IR> internazionale*, <<http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/06/Consultation-Draft-of-the-InternationalIRFrameworkItalian.pdf>>

IIRC, (2013), *The Final IR Framework*, <<http://www.theiirc.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>>

Impronta etica, (2013), *La rendicontazione non finanziaria in Europa: ricognizione delle principali iniziative normative promosse dagli stati*, <<http://www.improntaetica.org/>>

Institute of Directors in Southern Africa, (2002), *King Report on Corporate Governance for South Africa – 2002*, <<http://www.iodsa.co.za/?page=kingIII>>

Institute of Directors in Southern Africa, (2009), *King Code Of Governance For South Africa 2009*, <<http://www.iodsa.co.za/?page=kingIII>>

International Corporate Governance Network, (2008), *ICGN Statement and Guidance on Non-financial Business Reporting*, <<http://ec.europa.eu/>>

IRCSA, (2011), *Framework for Integrated Reporting and the Integrated Report*, <<http://www.sustainabilitysa.org>>

Jenter D., Lewellen K., Warner J.B., (2011), *Security Issue Timing: What Do Managers Know, and When Do They Know It?*, in *The Journal of Finance*, 66(2): 413–443.

Jeyaretnam T.L., Niblock-Siddle K., (2010), *Integrated Reporting: A Perspective from Net Balance*, in *The Landscape of Integrated Reporting, Reflections and Next Steps*, Harvard Business School, 33 -37.

Konrad A., Steurer R., Langer M.E. & Martinuzzi A., (2006), *Empirical findings on business-society relations in Europe*, in *Journal of Business Ethics*, 68: 89-105.

L. 29 giugno 1939, n. 1497, in materia di "Protezione delle bellezze naturali".

Ligteringen E., Arbex N., (2010), *Will Integrated Reporting Make Sustainability Reporting Obsolete?*, in *The Landscape of Integrated Reporting, Reflections and Next Steps*, Harvard Business School, 72 -74.

- Malone D., Fries C., Jones T., (1993), An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas industry, in *Journal of Accounting Auditing and Finance*, 8(3): 249-273.
- Margolis J.D., Walsh J.P., (2003), Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business, in *Administrative Science Quarterly*, 48(2): 268-305.
- McKinnon J.L., Dalimunthe L., (1993), Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies”, in *Accounting and Finance*, 33(1): 33-50.
- McNally G.M., Eng L.H., Hasseldine C.R., (1982), Corporate Financial Reporting in New Zealand: An Analysis of User Preference. Corporate Characteristics and Disclosure Practices for Discretionary Information, in *Accounting and Business Research*, 13: 11–20.
- McWilliams A., Siegel D., (2001), Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective, in *Academy of Management Review*, 26: 117-127.
- Megna P., Klock M., (1993), The impact of intangible capital on Tobin’s Q in the semiconductor industry, in *American Economic Review*, 83: 265–269.
- Omar B., Simon J., (2001), Corporate aggregate disclosure practice in Jordan, Advances in Accounting, incorporating Advances, in *International Accounting*, 27: 166-186.
- Omar B., Simon J., (2001), Corporate aggregate disclosure practice in Jordan, Advances in Accounting, incorporating Advances, in *International Accounting*, 27, 166-186.
- Panno A., (2012), *Intangible assets. Profili economici e aspetti valutativi*, Gippichelli, Torino.
- Peres I., Popa A., (2008), Aspects Regarding Corporate Mandatory And Voluntary Disclosure, in *The Journal of the Faculty of Economics – Economic, University of Oradea, Faculty of Economics*, 3(1): 1407-1411.

Quagli A., a cura di, (2001), *Internet e la comunicazione finanziaria*, Franco Angeli, Milano.

Quattrone P., Busco C., Frigo M., Riccaboni A., (2013), Redefining Corporate Accountability through Integrated reporting. What happens when values and value creations meet?, in *Strategic Finance*, 33-41.

Rampini F., (1990), *La comunicazione aziendale*, Etaslibri, Milano.

Rochlin S., Grant B., (2010), Integrating Integrated Reporting, in *The Landscape of Integrated Reporting, Reflections and Next Steps*, Harvard Business School, 76-80.

Salvioni D., (2002), *Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, ISTEI, Università degli Studi di Milano Bicocca.

Senge P.M., Ross R., Smith B., Roberts C., Kleiner A., (1994), *The Fifth Discipline Fieldbook*, Nicholas Brierley Publishing, London.

Singhvi S., Desai, H.B., “An Empirical Analysis of the Quality of the Corporate Financial Disclosure”, *The Accounting Review*, Vol. 46, No. 1, pp. 120–138, 1971.

Solomon J.F., Solomon A., “Private Social, Ethical and Environmental Disclosure”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (4): 564–91, 2006.

Spence P.M., (1974), Job Market Signaling, in *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3): 355–374.

Stewart, Neil., (2010), An Audience with the GRI's King. Interview with the author of South Africa's King reports, chair of the GRI and Nelson Mandela's favorite judge, *Ir magazine*, <<http://www.irmagazine.com/articles/case-studies/16371/audience-mervyn-king/>>.

Sveiby K.E., (2001), *Methods for Measuring Intangible Assets*, <<http://www.sveiby.com/>>

Tobin J., (1969), A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1): 15-29.

Van Riel, C.B.M. and Fombrun, C., (2007), *Essentials of Corporate Communication*, Routledge, London.

Visser W., Matten D., Pohl M., Tolhurst N., (2007), *The A to Z of Corporate Social Responsibility. A Complete Reference Guide to Concepts, Codes and Organisations*, John Wiley & Sons Ltd, Chichester.

Votta R., (2001), *Il capitale intellettuale in azienda: misurazione e classificazione degli asset intangibili*, <<http://www.setupimpresa.it/sp/it/articolo/il-capitale-intellettuale-in-azienda-misurazione-e-classificazione-degli-asset-intangibles.3sp>>

Wallace R.S.O., Naser K., Mora A., (1994), The Relationship Between Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain, in *Accounting and Business Research*, 25(97): 41–53.

Watts R., Zimmerman J., (1986), *Positive accounting Theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Waygood S., (2008), Civil Society and Capital Markets, in *Sustainable Investing: The Art of Long-Term Performance*, Earthscan, London, 178.

White A.L., (2005), New wine, new bottles: the rise of non-financial reporting, A Business Brief by Business for Social responsibility, <http://www.businesswire.com/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/services/ir_and_pr/ir_resource_center/editorials/2005/BSR.pdf>

Yu L., (2011), *The interaction of voluntary and mandatory disclosures: Evidence from the SEC's elimination of the IFRS-U.S. GAAP Reconciliation*, Working Paper, Nanyang Technological University (Singapore).

Zago R., (1988), La gestione integrata della comunicazione in *L'impresa*, n.2.

Zanda G., (2007), *Il bilancio delle società : lineamenti teorici e modelli di redazione*, Giappichelli, Torino.

Sitografia

<http://www.corporateRegister.com>

<http://www.globalreporting.org/>

<http://www.accountingforsustainability.org/>

<http://www.bilanciosociale.it/>

<http://www.lamiafinanza-green.it/>

<http://www.oceantomo.com/>

<http://www.theiirc.org/>

