
Risposta alla *Call for evidence* (settembre 2020)
in tema di regime volontario di pubblicazione della
dichiarazione di carattere non finanziario (DNF)

di **Claudio Zara e Luca Bellardini**

Domanda 1: Quali ritenete possano essere i benefici derivanti dalla pubblicazione della DNF? In particolare, ritenete che la redazione della DNF offra maggiori possibilità per le imprese di ricevere finanziamenti o di reperire capitali di rischio?

Un ampio filone di letteratura¹ ha dimostrato che, in generale, un maggiore livello di *disclosure* è associato a importanti benefici per l'impresa nei rapporti con chi la finanzia per mezzo di debito o *equity*. Rileviamo dai dati, infatti, che nei mercati finanziari il lato della domanda si sta spostando con notevole decisione verso gli investimenti *green* o comunque «sostenibili» in termini di pratiche *Environmental, Social, Governance* (ESG): un *trend* che negli ultimi anni è stato particolarmente forte negli Stati Uniti, dove tali attività hanno registrato una crescita impetuosa², ma che in termini assoluti risulta evidente anche in Europa³. Ne consegue che le imprese più restie a fornire *disclosure* in materia di sostenibilità, e *a fortiori* quelle il cui impegno in direzione ESG risulti insufficiente agli occhi del pubblico degli investitori, tendono a essere penalizzate nei mercati dei capitali.

Affinché l'operatività di questi ultimi valorizzi ancora di più l'attenzione delle imprese alla sostenibilità in termini di (modello di) *business* più che informativi (dunque in una logica di

¹ *Inter alia*, cfr. Linciano (CONSOB), *Favorire la transizione verso la finanza sostenibile. Il ruolo dell'educazione finanziaria* (5 novembre 2020), disponibile a questo [link](#).

² Secondo l'ultimo *Biennial "Trends Report"* della US SIF Foundation, all'inizio del 2020 gli investimenti sostenibili ammontavano a oltre 17mila miliardi di dollari: quasi un terzo di tutti gli *assets under management* del risparmio gestito da intermediari americani, facendo registrare una crescita del 42% rispetto all'inizio del 2018.

³ Secondo la *Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) Review* (disponibile a questo [link](#)), all'inizio del 2018 le attività sostenibili in Europa e negli Stati Uniti ammontavano a una cifra molto simile in valore assoluto. Sebbene i dati non siano ancora definitivi, l'evidenza aneddotica suggerisce che nell'ultimo biennio il «vecchio continente» abbia faticato a tenere il passo con la dinamica osservata negli USA, pur continuando a registrare una crescente diffusione di questo «appetito» degli investitori per la sostenibilità.



«impatto» sul sistema socio-economico nel suo complesso), sarebbe auspicabile un intervento migliorativo nei tre ámbiti seguenti:

- (a) gli incentivi affinché – su base volontaria – le piccole e medie imprese (PMI) decidano di redigere la DNF. Si tratterebbe di promuovere un approccio «gradualista» alla regolazione in materia, fondato cioè sulla proporzionalità degli oneri e diverso da quello che oggi favorisce le grandi imprese, di per sé più orientate alla *disclosure* e, dunque, maggiormente in grado di trarne beneficio nella raccolta di capitali
- (b) una migliore integrazione con la disciplina dei servizi d’investimento;
- (c) con riguardo alla redazione della DNF, l’implementazione di *standard* di coerenza interna, nonché di correttezza e verità nella comunicazione verso l’esterno.

Quest’ultima deve accompagnarsi a processi aziendali sottostanti che siano effettivamente sostenibili, tanto nell’organizzazione dei fattori produttivi (pilastri *Environmental* e *Social*), eventualmente secondo il paradigma dell’economia circolare, quanto negli assetti di *Governance*. Condizione necessaria affinché gli investimenti ESG portino a una migliore combinazione “ottima” di rischio-rendimento – data da un’espansione della frontiera efficiente (Pedersen *et al.*, 2019⁴) – e un *framework* normativo che minimizzi le pratiche di greenwashing e, dunque, realizzi un sostanziale allineamento fra i processi interni e la rappresentazione fornite all’esterno.

Quanto al punto (a), molte prescrizioni si applicano indistintamente – o in maniera solo lievemente differenziata – a un’ampia gamma di destinatari; tuttavia, è evidente che le grandi imprese risultano ben più preparate ad attuarle. Questo per una duplice ragione: (i) la relazione positiva tra il grado di “apertura” del *business* e la possibilità di recepire gli impulsi esterni, sviluppando quindi una cultura di attenzione verso la sostenibilità; (ii) la minore incidenza dei costi di *compliance* – prevalentemente fissi – per le imprese di maggiori dimensioni. Da queste, inoltre, possono provenire rilevanti impulsi “culturali” agli enti cui esse siano legate da relazioni commerciali, in modo che le aziende più piccole migliorino la propria attenzione alla sostenibilità o per mimesi dei *player* maggiori – al fine di non subire uno svantaggio competitivo – o perché da essi contrattualmente obbligati. La cultura della sostenibilità, dunque, sembra trasmettersi lungo l’intera filiera produttiva; ed è questo l’approccio con cui andrebbe affrontata la questione in oggetto (cfr. risposta 3).

Tale “trasversalità” rispetto alla creazione di valore fa sì che la sostenibilità permei l’intero sistema imprenditoriale e dunque risulti un tema “pervasivo”, diffuso nel complesso dell’economia. A ciò contribuisce la natura intrinsecamente dinamica della trasformazione in atto nei modelli di

⁴ Pedersen, H.P.; Fitzgibbons, S.; Pomorski, L. (2020). *Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier*. Presentato alla LBS Asset Management Conference 2019 – The Impact of Today’s Trends on Tomorrow’s Strategies. London Business School, Londra, 24 aprile 2019.

business, convergenti al nuovo paradigma dell'«economia circolare»⁵. È importante, quindi, che la redazione della DNF sia concretamente accessibile a un numero di soggetti decisamente più ampio di quelli per i quali è prevista l'obbligatorietà. Soprattutto, il verificarsi di ciò non dovrebbe comportare un mero aggravio di costi: questi sono perlopiù “invisibili” in termini di flussi di cassa, ma piuttosto elevati in quanto alle risorse organizzative all'uopo dedicate, sottratte all'operatività ordinaria; anzi, l'obiettivo dovrebbe essere quello di generare valore in una misura più che compensativa.

La lentezza con cui la sensibilità ESG si diffonde nelle PMI italiane è riconducibile a due fattori principali: (i) il fatto che, spesso, il capitale di questi enti (e non solo) è posseduto in via diretta da persone fisiche – spesso appartenenti alla medesima famiglia – anziché da grandi *player* del settore o da investitori istituzionali, questi ultimi sempre più “attivi” nella promozione di pratiche sostenibili⁶; (ii) il “nanismo” dimensionale di tali società, che le solleva dall'obbligo di redigere la DNF. Sebbene il controllo familiare sia alla base del maggiore fabbisogno di pratiche ESG (soprattutto per il pilastro *Governance*), e nonostante le PMI italiane siano tendenzialmente sottocapitalizzate, siamo dinanzi al paradosso per il quale la regolazione attualmente vigente agendo sulla condotta e la *performance* aggregate del nostro sistema produttivo in materia di sostenibilità, potrebbe acuire la divergenza fra categorie dimensionali.

Quanto al punto (b), grazie ai mercati finanziari – che rappresentano il tramite fra esigenze di finanziamento e opportunità d'investimento – dovrebbe realizzarsi una chiara ed efficace trasmissione dell'impegno verso la sostenibilità: dal livello “a valle” (le singole realtà produttive) a quello “a monte” (i soggetti che le finanzino direttamente o che originino e/o distribuiscano prodotti finanziari legati ai risultati di tali realtà). Entrambe le categorie sono interessate primariamente a un rendimento monetario ma, potenzialmente, anche a generare un «impatto» positivo in termini di esternalità, allorché oggi – per effetto della regolazione – il costo di quelle negative deve essere sempre più sopportato dai soggetti che le generano. Un migliore allineamento tra l'interesse degli emittenti e quello degli investitori si realizza tramite un orientamento alla redditività nel lungo periodo, l'unico orizzonte in cui un *business model* sostenibile – e, segnatamente, circolare – possa dispiegare concretamente i suoi effetti positivi: la sostenibilità è, in questo senso, “trasmissibile” non solo lungo la filiera produttivo-commerciale, ma anche lungo i flussi finanziari affluenti

⁵ Secondo la definizione della Ellen MacArthur Foundation, l'espressione indica «un'economia pensata per potersi rigenerare da sola», fondata su tre principi: (i) «eliminare i rifiuti e l'inquinamento»; (ii) «mantenere i prodotti e i materiali “in uso”»; (iii) «rigenerare i sistemi naturali». Cfr. Ellen MacArthur Foundation, «Che cos'è l'economia circolare», in Zara, C.; Pogutz, S. [a cura di] (2018). *Economia & Management*, n. 5-6, settembre-dicembre 2018.

⁶ Guardando agli esempi recenti, lo *shareholder activism* sui temi ESG è probabilmente esemplificato dall'impegno in tal senso di Blackrock, Inc. A partire dal 2018, nella lettera indirizzata ai suoi omologhi presso le società oggetto d'investimento, il CEO Larry Fink ha sottolineato la ferma intenzione del grande *asset manager* di orientare i propri capitali verso le imprese più attente alla sostenibilità e, simmetricamente, disinvestire da quelle meno responsabili in materia ESG.

all'attività d'impresa o rivenienti dalla stessa. Si noti peraltro come, guardando all'orizzonte d'investimento, la *long-term orientation* costituisca un elemento che dovrebbe favorire – anziché disincentivare – l'adozione di pratiche sostenibili da parte delle PMI, allorché il controllo familiare è spesso rivolto a conservare il compendio aziendale per trasmetterlo alle generazioni successive.

La previsione di specifici obblighi di *disclosure* per gli intermediari finanziari va esattamente nella direzione di allineare le *best practice* degli emittenti con le preferenze degli investitori anche in ambito ESG. Così, affiancandosi ai tradizionali documenti di comunicazione con il pubblico (KID, prospetti, ecc.), la DNF contribuisce a una migliore allocazione delle risorse nel mercato. Affinché ciò si verifichi, tuttavia, occorre una maggiore integrazione tra la normativa in parola e la disciplina dei servizi d'investimento (MiFID II, MiFIR e norme derivate).

Per esempio, suscita perplessità la mancata previsione dell'obbligo di redazione della DNF per le imprese dell'AIM di Borsa Italiana, in quanto non classificabili come «enti di interesse pubblico» – secondo un criterio prevalentemente dimensionale – ai sensi del d.lgs. 254/2016, art. 1. Per le società ivi quotate che redigono la DNF il livello di *compliance* informativa è mediamente molto buono⁷: risulta ragionevole ipotizzare che, trattandosi di enti prevalentemente piccoli (con fatturato spesso inferiore a € 50 milioni), il vantaggio in termini di capitalizzazione possa essere ancora più evidente.

Domanda 2: Quali tra i temi relativi ad aspetti ambientali, sociali e di *governance* sono più rilevanti per la vostra attività?

Rispetto all'attuale discussione che si sta sviluppando sui temi ESG – nella letteratura scientifica, nelle professioni, nel dibattito pubblico –, riteniamo importante porre l'accento su due aspetti che, oltre a rivestire di per sé particolare rilevanza, risultano a tutt'oggi meno diffusamente affrontati degli altri.

In primo luogo, intendiamo sottolineare come la progressiva integrazione del tema della sostenibilità nell'attività d'impresa stia avvenendo secondo tre livelli diversi. Il primo è quello della

⁷ Guardando sempre al trattamento dei temi ESG da parte delle società quotate nell'AIM, l'approccio di *risk assessment* sui primi due pilastri risulta ancora meno diffuso di uno che si limiti a descrivere l'attenzione dell'emittente alla sostenibilità; quanto alla *governance* sembrano diffusa l'adozione del modello organizzativo ex d.lgs. 231/2001 e di un codice etico, sebbene l'esistenza di comitati *ad hoc* all'interno del CdA resti prerogativa di un'esigua minoranza (fonte: IR Top Consulting, [link](#)).



«responsabilità sociale d'impresa» (*corporate social responsibility*, CSR), intesa come la creazione di valore per un più ampio novero di *stakeholder* (la società nel suo complesso, il territorio di riferimento, le comunità locali, ecc.), focalizzata dunque sulla generazione di «esternalità positive»⁸. Il secondo è quello, appunto, del *framework* ESG, che postula l'impegno diretto degli agenti economici verso il raggiungimento di specifici obiettivi lungo i tre pilastri ESG (es. riduzione delle emissioni di gas serra, *work-life balance*, promozione della parità di genere negli organi sociali, ecc.).

Riteniamo che debba essere posto l'accento sul terzo livello: l'economia circolare. A differenza degli altri due, la «circularità» contempla un effettivo cambiamento dei processi produttivi, capace pertanto di contribuire alla sostenibilità “a monte”: agendo sui modelli di *business*, essa genera “a valle” beni e servizi che discendano da una filiera – appunto – pienamente “sostenibile” in quanto tesa a minimizzare gli sprechi, fondata sull'allocazione efficiente di risorse scarse e nel rispetto della corretta gestione del capitale naturale. È dunque importante che la *disclosure* delle imprese – e, soprattutto, la loro operatività – si concentri su quest'ultimo aspetto, evidenziando come il risparmio in termini di *input* si traduca in un *output* di maggior valore complessivo: con tutti i benefici che possono derivarne in termini non solo minore e più stabile costo dell'attività caratteristica – dunque, potenzialmente, maggiore redditività della stessa – ma anche di minore rischio sistematico (Zara, Iannuzzi & Ramkumar, 2020)⁹ e minore probabilità di *default* (Zara & Ramkumar, 2020)¹⁰, quindi minore onerosità del finanziamento esterno.

È fondamentale, pertanto, associare l'economia circolare – il “paradigma interpretativo” sottostante alla DNF – alla performance economica e, dunque, ai servizi d'investimento. I nobili *Sustainable Development Goal* (SDG) delle Nazioni Unite sono infatti obiettivi generalisti, solo parzialmente declinati in azioni più concrete (*target*)¹¹. In realtà, però, il loro raggiungimento – perlomeno di quelli di natura strettamente economica, o con importanti risvolti economici – dipende in maniera massiccia dal cambiamento dei processi produttivi: per esempio, l'SDG n. 1 – «povertà zero» – non può prescindere da un'evoluzione strutturale dell'industria alimentare, che nella «circularità» può trovare il mezzo per aumentare – a parità di *input* – la quantità di cibo disponibile per il consumo (soprattutto là dove esso è carente, come nei Paesi a basso grado di sviluppo), a

⁸ Queste potrebbero essere anche del tutto scollegate dall'attività d'impresa e, piuttosto, rispondere a una logica “compensativa” delle esternalità negative eventualmente generate.

⁹ Zara C; Iannuzzi, M.; Ramkumar, S. (2020). *The Impact of Circular Economy on Public Equity in Europe. Understanding De-Risking Effect and Risk-Adjusted Performance*. Presentato conferenza CREDIT 2020 – Environmental, Social and Governance Risks. Università di Venezia Ca' Foscari, Venezia, 24-25 settembre 2020.

¹⁰ Zara, C.; Ramkumar, S. (2020). *Circular Economy and Default Risk*. Presentato alla conferenza 2020 della International Society for the Circular Economy (IS4CE2020), University of Exeter, Exeter, 6-7 luglio 2020.

¹¹ Tra gli SDG più direttamente collegati al tema dell'economia circolare annoveriamo i nn. 8 («Lavoro dignitoso e crescita economica»), 9 («Industria, innovazione e infrastrutture»), 12 («Consumo e produzione responsabili») e 13 («Cambiamento climatico»).



fortiori in vista del graduale decadimento provocato dai limiti insiti nell'attuale modello economico «lineare». Non si tratta dunque di una “minaccia” al sistema produttivo, quanto piuttosto di una “opportunità” da cogliere per una crescita diffusa e duratura.

Il secondo elemento che intendiamo valorizzare è il pilastro di *Governance*, attualmente “schiacciato” fra un notevole volume di *soft law* – prevalentemente raccomandazioni e *best practice* – da un lato, e un piccolo nucleo di *hard law* (particolarmente stringente), dall'altro: in tale configurazione, lo spazio per integrare il concetto di sostenibilità è decisamente stretto. Innanzitutto, sarebbero pienamente coerenti con il *framework* ESG le norme che disincentivassero la ricerca di redditività nel breve o brevissimo termine, certamente deleteria per le condizioni di qualsiasi impresa nel lungo periodo (come purtroppo dimostrato dalla crisi finanziaria globale). In tale contesto assumono particolare rilevanza le politiche di remunerazione degli amministratori e del *management*, l'efficacia del sistema di controlli interni.

Tutto questo potrebbe tradursi nella mancata attenzione per i pilastri *Environmental* e *Social*, che invece risulterebbero valorizzati da un sistema decisionale interamente proteso agli obiettivi di lungo periodo. Il tema di fondo, infatti, non è soltanto come strutturare la *governance* sulla base di principi universali¹², bensì *quale funzione* possa esercitare il terzo pilastro ESG per il potenziamento degli altri due. A un ruolo “diretto”, quindi, si affianca uno “ancillare” che finora non è stato adeguatamente sviluppato, lasciando spazio a un modello fortemente burocratico – e tendenzialmente ipertrofico – risultante dall'alluvione legislativa sul tema. In molti settori, dunque, semplificare le regole di *governance* (perlomeno in termini di quantità) dovrebbe andare di pari passo con il conferire loro un contenuto più specifico e mirato il cui fine ultimo sia un'operatività aziendale più sostenibile e, più in generale, la “corretta” conduzione dell'attività d'impresa.

¹² A tal fine, per esempio, potrebbe rivelarsi controproducente l'*enforcement* del principio della tutela degli azionisti di minoranza e più in generale dei diritti di proprietà, minacciati dall'estrazione di benefici privati da parte dei soci di maggioranza. Qualora l'espansione dei diritti patrimoniali non fosse accompagnata da una compressione di quelli amministrativi (se, quindi, i titolari di azioni di risparmio riuscissero comunque a influenzare la strategia aziendale), la protezione delle minoranze potrebbe confliggere con la promozione della sostenibilità: è infatti più probabile che un piccolo azionista si comporti da “cassettista”, preferendo la certezza di un rendimento periodico (tendenzialmente di breve) alla creazione di valore nel medio-lungo termine. D'altronde, la stessa strategia messa in piedi da Blackrock negli ultimi tempi insegna come i grandi investitori istituzionali siano la vera forza motrice dell'*impact investing* e più in generale dell'attenzione alla sostenibilità.



Domanda 3: Ritenete che i nuovi requisiti di informativa previsti dal Regolamento disclosure e dal Regolamento tassonomia accrescano l'esigenza di reperire informazioni non finanziarie anche con riferimento alle PMI e secondo il format UE della DNF?¹³

In materia di DNF, l'ordinamento europeo è ad oggi nutrito di elementi numerosi e in costante evoluzione, con l'obiettivo di accrescere il livello d'armonizzazione e favorire l'implementazione del *Green Deal* europeo, lanciato nel 2018. Nonostante gli sviluppi recenti, i destinatari della normativa in parola sono sempre le grandi imprese (Dir. 2014/95/EU) e – come anche nei due provvedimenti di cui sopra (2019/2088, c.d. «regolamento *disclosure*», e 2020/852, c.d. «regolamento tassonomia») – le PMI, almeno nella fase iniziale, sono state lasciate fuori dall'orizzonte regolatorio.

Allargando l'orizzonte d'analisi, e guardando a un possibile coinvolgimento delle PMI da parte delle grandi imprese nell'ambito di relazioni di filiera, emergono due recenti iniziative particolarmente apprezzabili.

In primo luogo, le linee-guida emanate da un'apposita *task force* della Commissione Europea (TCFD) – pubblicate nel 2019 in supplemento alla normativa relativa alla DNF – invitano le grandi aziende ad includere le cosiddette *scope 3 emissions* tra le informazioni riportate, ponendo l'accento sulle emissioni complessive a livello di catena del valore e spingendo le imprese a indagare e comprendere il loro impatto sull'ambiente in termini di filiera. La Direttiva 2014/95/UE (Non-Financial Reporting Directive, NFRD) si rivolge anche a banche e società assicuratrici, che sono invitate a considerare nelle proprie *scope 3 emissions* non solo le *scope 1* e *scope 2 emissions* delle controparti, ma anche le *scope 3 emissions* delle stesse. Nell'adempimento dei propri obblighi informativi, perciò, i *player* di maggiore dimensione (o del settore finanziario) sono incentivati a supportare le PMI facenti parte della propria *supply chain* prima nel cambiamento, poi nella produzione delle informazioni richieste.

In secondo luogo, i risultati della consultazione per l'aggiornamento della NFRD – svoltasi a inizio 2020 – evidenziano alcuni interessanti aspetti in relazione ad una maggiore inclusione delle PMI nell'ambito della *disclosure* non finanziaria. I rispondenti al questionario (tra cui 188 aziende, per il 70% grandi imprese e il 30% PMI) hanno indicato l'informativa riguardante la *supply chain* come una delle principali categorie da integrare nell'attuale NFRD. Le risposte al questionario evidenziano inoltre un consenso riguardo alla necessità di *standard* semplificati a favore delle PMI, pur restando aperta la discussione relativa alla natura volontaria vs. obbligatoria di tale regime. (cfr. risposta alla domanda 4). Sviluppando un approccio sistemico al cambiamento in ottica sostenibile,

¹³ Ringraziamo Guido Roncali (Università Bocconi – GREEN) per il contributo all'elaborazione della presente risposta.

infatti, l'economia circolare valorizza il ruolo della filiera: sono infatti le imprese dimensionalmente maggiori ad agire da “capofila” trainando i propri fornitori, che sono spesso PMI (cfr. risposta alla domanda 1).

In conclusione, l'ordinamento europeo si sta evolvendo nella direzione di una *disclosure* omnicomprensiva delle emissioni e dell'impatto della singola impresa, incoraggiando un coinvolgimento sempre maggiore delle PMI da parte delle grandi imprese destinatarie della regolazione. Anche lo stesso format della DNF, caratterizzato dal principio *comply or explain*, può contribuire a questo processo di allargamento della prospettiva regolatoria.

Domanda 4: Quali ritenete siano le maggiori difficoltà nella redazione e pubblicazione della DNF?¹⁴

La prima difficoltà è certamente di ordine culturale: la sostenibilità non è pienamente integrata nei processi decisionali e di *governance*: con l'eccezione di poche grandi imprese, spesso l'impegno (*engagement*) del *board* è basso; la conoscenza degli amministratori è poco diffusa e finisce per far sì che ci si concentri esclusivamente su valutazioni di natura meramente economico-finanziaria, allorché la responsabilità sociale d'impresa (*corporate social responsibility*, CSR) è stata spesso interpretata in termini meramente contabili, rendendo auspicabile l'approdo a un paradigma diverso, più “sostanziale” (Elkington, 2018)¹⁵.

In diverse realtà aziendali, purtroppo, sembra mancare la conoscenza di base sulla dimensione ESG (e, dunque, un concreto stimolo a impegnarsi in tale direzione); simmetricamente, gli esperti di sostenibilità potrebbero mostrare limitate conoscenze manageriali. Occorre rilevare, inoltre, come – paradossalmente – il *gap* culturale tenda ad essere più marcato nelle società non soggette ad obbligo di *disclosure*. Per un'impresa (anche piccola), essere controllata da una grande società d'investimento può contribuire a orientare il *management* verso una maggiore sensibilità ai temi ESG, per finalità strategiche e non soltanto in ottemperanza agli obblighi informativi cui l'*asset manager* è sottoposto dal regolatore (Eccles and Klimenko, 2020)¹⁶.

Una seconda difficoltà è rappresentata dai sistemi di misurazione: manca infatti il livello del «monitoraggio strategico», prevalendo altresì un approccio al controllo di gestione e alla contabilità analitica che ancora non include compiutamente la dimensione ESG. Inoltre, se la valutazione della performance di sostenibilità inizia a farsi strada e l'approccio di *risk assessment* (e conseguente *risk*

¹⁴ Ringraziamo Cristiana Rogate (Refe – Strategie di sviluppo sostenibile, s.r.l.) per la proficua interlocuzione alla base della risposta alla presente domanda.

¹⁵ L'intervento (*Harvard Business Review*) è disponibile a questo [link](#).

¹⁶ L'articolo (*Harvard Business Review*) è disponibile a questo [link](#).

management) comincia in ogni caso ad essere tenuto in considerazione, scarsa attenzione è invece rivolta alla valutazione dell'«impatto» nel più ampio contesto economico. Occorre infatti potenziare questo tipo di collegamento, valorizzando le *best practice* di alcuni soggetti i cui *sustainability-linked bond* (es. Enel, ottobre 2020), quanto all'uso dei fondi raccolti, destinano una precisa quota dell'importo emesso al finanziamento di progetti aziendali (o implementazione di pratiche) che perseguano i *Sustainable Development Goals* (SDG) dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite (nonché addirittura, all'interno di ciascun *Goal*, di più specifici *Targets*)¹⁷.

La «materialità» (o «rilevanza») finanziaria è un altro dei principali ostacoli affrontati dalle imprese, allorché le politiche per la sostenibilità devono essere declinate – appunto – in opportune misure di strategia che siano rilevanti all'interno del settore di appartenenza. Tuttavia, sebbene non manchino gli sforzi in tale direzione¹⁸, al posto di una precisa corrispondenza tra gli obiettivi ESG, da un lato, e la dimensione contabile e operativa, dall'altro, si riscontra opacità tanto sull'identificazione degli *stakeholder* quanto sull'approccio adottato per soddisfare le loro esigenze informative; al contrario, l'obiettivo sarebbe una compiuta «integrazione» fra i due livelli.

Anche qualora il tema della materialità venisse adeguatamente affrontato, tuttavia, le decisioni aziendali potrebbero non essere assunte sulla base di considerazioni relative all'«impatto»: questo perché, una volta definiti specifici *key performance indicator* (KPI), occorre individuare dei *benchmark* di settore ai quali confrontare i risultati della singola impresa¹⁹. Questo secondo passaggio si è rivelato, finora, decisamente più complesso: nella prassi operativa risulta molto comune l'utilizzo di *benchmark* corrispondenti ai medesimi SDG, divenuti un po' la “lingua franca” dei mercati per questa finalità

Infine, la DNF è un documento tecnico, costruito in una modalità poco adatta per la comunicazione a *stakeholder* che per loro natura siano poco avvezzi a una comunicazione di carattere squisitamente finanziario. Proprio la diffusa presenza di *technicality* costituisce la base per poter auspicabilmente potenziare la «materialità» della Dichiarazione, sempre seguendo un approccio “gradualista” che – preservando la volontarietà dell'adesione – non imponga eccessivi

¹⁷ Non si dimentichi comunque la differenza tra questo tipo di strumenti – orientati a un generico impegno dell'emittente verso gli obiettivi sostenibili, anche eventualmente in un'ottica «d'impatto» – e i *green bond*, il cui prospetto invece descrive nel dettaglio i singoli progetti sui quali è imperniato lo *use of proceeds*.

¹⁸ In tal senso, un ottimo esempio è rappresentato dal documento di *disclosure* redatto da Blackrock, Inc. (per l'anno 2019 è disponibile a questo [link](#)). Esso recepisce in maniera compiuta il *framework* predisposto dal Sustainability Accounting Standards Board (SASB), stabilendo una precisa corrispondenza fra i *topics* di sostenibilità individuati dall'organismo in parola, da un lato, e alcune metriche definite con precisione da Blackrock, con opportuni riferimenti alle singole voci della documentazione finanziaria presentata in adempimento degli obblighi di legge. Si tratta di indicatori il cui calcolo può essere facilmente replicato da altre società finanziarie e, in particolare, da gestori patrimoniali e banche d'investimento. Con uno sguardo più ampio, Blackrock (*ibidem*) si aspetta «che le società redigano dei *report* allineati alle raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD) e gli *standard* determinati dal SASB».

¹⁹ A tal proposito, Blackrock (*ibidem*) «considera i framework SASB e TCFD complementari per raggiungere l'obiettivo di un'informativa dotata di maggiore materialità finanziaria, soprattutto per quanto concerne le metriche e la fissazione degli obiettivi per un determinato settore».

costi di *compliance* alle imprese più piccole e, soprattutto, per quelle più virtuose sia strumentale ad ottenere benefici in termini di finanziamento (cfr. risposta 1). I prestatori di fondi, infatti, possono concretamente incentivare i soggetti finanziati affinché questi abbiano interesse a sviluppare una *disclosure* soddisfacente sul piano informativo e confortante su quello dei contenuti: si è già detto della raccolta, mentre sul lato degli impieghi lo strumento-principe è quello di prestiti i cui flussi di rimborso dipendano dall'impegno del prenditore verso la sostenibilità (*sustainability-linked loan* oppure *impact loan*). Per questi, in generale, il tasso d'interesse comprende una riduzione dello spread legata al perseguimento di uno/alcuni obiettivo/i di sostenibilità; tale riduzione sarebbe eliminata nel caso in cui il mutuatario non riuscisse a centrare i risultati di sostenibilità concordati.

Ciò detto, è importante che la DNF si affianchi al *report* di sostenibilità²⁰ in un connubio che ricalchi quello tra il bilancio d'esercizio e la relazione sulla gestione: documenti tra loro complementari, imperniati però sulla comunicazione finanziaria operata per mezzo del primo. Una Dichiarazione solidamente fondata su parametri «materiali», infatti, è il migliore presidio contro la pratica del *greenwashing*: quanto più diretto e basato su *standard* oggettivi fosse il collegamento tra la DNF e il *report* di sostenibilità, tanto migliori sarebbero i benefici rivenienti all'impresa dall'adozione di pratiche sostenibili e, potenzialmente, gli *spillover* positivi in termini di «impatto» esterno.

Domanda 5: Ritenete che informazioni/valutazioni prodotte da soggetti terzi in merito all'impatto ESG dell'impresa, quali i cd. *rating* di sostenibilità, possano costituire elementi informativi in qualche modo complementari, o sostitutivi, rispetto alla DNF, in termini di informazioni utilizzabili da un potenziale investitore? In caso affermativo, quali caratteristiche dovrebbero avere le suddette informazioni/valutazioni?²¹

Le valutazioni fornite da soggetti terzi spesso sono elaborate utilizzando i contenuti della DNF come fonte informativa primaria e integrata con altre informazioni per fornire considerazioni che variano in base sia alla tipologia di soggetto valutante sia all'obiettivo della valutazione stessa. È questo il caso dei *rating* di sostenibilità, che esprimono una conoscenza sintetica dell'impresa cui

²⁰ La prassi di redigere quest'ultimo – non regolata, del tutto spontanea – risale a molto prima della DNF (avutasi, in Italia, soltanto con la legge 254/2016). Pertanto, è ormai invalsa nell'uso la predisposizione di due documenti distinti e paralleli, caratterizzati da finalità e destinatari profondamente diversi. Si tratta, con ogni evidenza, di una risposta dei destinatari alle difficoltà potenzialmente insite nel contenuto (e soprattutto nel linguaggio) della DNF per un pubblico diverso da quello degli investitori.

²¹ Ringraziamo Margherita Gobbi (Università Bocconi – GREEN) per il contributo all'elaborazione della presente risposta.

sono attribuiti, informata peraltro a un criterio classificatorio di più immediata comprensione per il pubblico dei risparmiatori.

Gli investitori che decidano di includere un *rating* di sostenibilità nel loro processo di valutazione sostituiscono l'analisi delle informazioni riportate nella DNF con, appunto, il *rating*. In questo modo operano un processo di *outsourcing* rispetto all'analisi e alla valutazione dei dati forniti dagli emittenti, demandando questi compiti alle agenzie di *rating*. Tale conoscenza di sintesi può essere più rapidamente integrabile, per esempio, nei processi di *asset screening* e *portfolio monitoring*.

I *rating* di sostenibilità si configurano come strumenti complementari alle informazioni riportate nella DNF, perché le agenzie sviluppano il loro *assessment* di sostenibilità partendo proprio dall'analisi delle informazioni in essa contenute e integrano la base informativa con dati riportati da altre fonti di dati.

I *rating* di sostenibilità, quindi, sostituiscono l'utilizzo diretto della DNF nel caso di utilizzo da parte di un singolo investitore; tuttavia, redigere la Dichiarazione ma resta comunque per consentire alle agenzie di elaborare i loro giudizi sintetici.

È importante inoltre sottolineare che, a seconda della tipologia di *rating*, il carattere conoscitivo in materia di sostenibilità può avere tre diverse declinazioni. I *rating*, infatti, possono essere strumenti classificatori delle *performance* sostenibili di un'impresa (*performance ratings*), possono offrire un'informazione prospettica di apprezzamento dell'esposizione al rischio (*risk assessment ratings*); oppure, infine, possono essere misure di impatto che quantificano i risultati ottenuti in seguito all'adozione di pratiche sostenibili (*impact ratings*).

Le diverse declinazioni della conoscenza "focalizzata" alla base del *rating* si sviluppano non tanto sul piano dei dati e delle informazioni (presentando altresì una base comune significativamente ampia), quanto piuttosto sulle metodologie di elaborazione e di aggregazione, il cui *output* finale è appunto il *rating* medesimo.

FINE

