Dipartimento di Economia e Management Cattedra di Economia Aziendale

Integrated Reporting: impatto sulla fiducia, sulla percezione degli investitori ed il rapporto con la performance finanziaria. Il Caso Eni S.p.A

RELATORE

Prof.ssa Maria Federica Izzo

CANDIDATO

Gabriele Draisci

Matr. 219661

ANNO ACCADEMICO 2019/2020

INTRODUZIONE **5**

CAPITOLO 1. IL CAMBIAMENTO DELLA RICHIESTA DI INFORMAZIONI E L'INADEGUATEZZA DEL REPORT FINANZIARIO **7**

1.1 I LIMITI DELL'ANNUAL REPORT COME STRUMENTO DI *DISCLOSURE* SOCIETARIA 7

CAPITOLO 2. L'INTEGRATED REPORTING **16**

2.1 CENNI STORICI 16

2.2 IIRC 20

2.3 INTEGRATED REPORT 21

2.4 BENEFICI DELL'IR E CRITICITÀ 30

CAPITOLO 3. L'INTEGRATED REPORT COME RISPOSTA ALLE DOMANDE DEL MERCATO. LA QUALITÀ DELLE INFORMAZIONI NELL'IR E L'INFLUENZA SULLA PERFORMANCE FINANZIARIA. **37**

3.1 L'INTERESSE DEL MERCATO NELLE INFORMAZIONI NON FINANZIARIE .. 38

3.2 INTEGRATED REPORTING, UNA POSSIBILE RISPOSTA DELLE ORGANIZZAZIONI ALLE ISTANZE DEL MERCATO 46

3.3 IL RAPPORTO TRA GLI INVESTITORI E L'INTEGRATED REPORT: QUALITÀ DELLA DISCLOSURE, ASIMMETRIA INFORMATIVA E VALORE SOCIETARIO 48

CAPITOLO 4. CASO STUDIO "L'ADOZIONE DELL'IR IN ENI S.P.A E L'ANNUAL REPORT 2019" **58**

4.1 APPLICAZIONE DELL'INTEGRATED REPORT NEL SETTORE DELL'ENERGIA 58

4.2 LA STORIA DI ENI 59

4.3 LE ORIGINI DEL REPORTING INTEGRATO DI ENI 62

4.4 PRINCIPALI CAMBIAMENTI FORMALI E CONTENUTISTICI DELL'ANNUAL REPORT DI ENI DAL 2011 AL 2018 63

4.5 ANNUAL REPORT 2019 69

4.5.1 Panoramica dell'Annual Report 2019 ..... *69*

4.5.2 Activities *70*

4.5.3 Business Model *72*

4.5.4 Responsible and sustainable approach *74*

4.5.5 Strategy *76*

4.5.6 Integrated Risk Management *78*

4.5.7 Governance..... *83*
4.6 CONCLUSIONI 86
CONSIDERAZIONI FINALI.....92
BIBLIOGRAFIA 94

Introduzione

Negli ultimi anni, a seguito della recente crisi finanziaria del 2007-2008, la società ha cambiato la sua percezione del mondo del business, rendendo necessario una modifica, da parte delle imprese e di altre organizzazioni economiche, sia del modo di creare il valore, sia del comunicare trasparentemente le informazioni su questo processo e sui suoi impatti economici, sociali e ambientali. Di fronte a queste istanze, le pratiche di *disclosure* delle performance annuali di ciascuna organizzazione, sono state analizzate, messe in discussione e conseguentemente innovate. A tal proposito, uno degli strumenti innovativi e che ha il potenziale di rispondere a queste nuove esigenze è l'*Integrated Report.*

Questo elaborato si pone l'obiettivo nel primo capitolo, di proporre le ragioni che mettono in luce l'inadeguatezza della sola rendicontazione finanziaria quantitativa nello strumento dell'*Annual Report* al fine di soddisfare le nuove esigenze informative del mercato. Nel secondo capitolo è stata effettuata un'analisi dei Principi e dei Contenuti del Framework dell'IIRC, punto di riferimento per la redazione del Report Integrato, offrendone una contestualizzazione storica che evidenzia le sue origini tra i principali framework di accounting. Successivamente, sono stati indicati i principali benefici e le criticità della sua adozione come sistema di *disclosure* aziendale. In particolare la prima parte del terzo capitolo dell'elaborato fornisce dati empirici sull'interesse degli investitori nelle informazioni non finanziarie (INF), focalizzandosi sulla tipologia di informazioni ricercate dal mercato, proponendo una distinzione a seconda della tipologia di società d'investimento (Società assicurative, Fondi pensione e *Hedge Funds)* e della tipologia di *asset* detenuto dall'investitore *(equity, fixed income)*. Nella seconda parte del terzo capitolo, partendo dalle evidenze riscontrate nei dati sull'interesse del mercato nelle INF e ricercando i principali collegamenti tra la performance non finanziaria, la sua comunicazione

agli investitori e la *performance* finanziaria di una società, viene effettuata un'analisi critica di uno studio empirico che dimostra la correlazione tra l'applicazione, l'incremento di qualità del Report Integrato ed alcuni indici indicativi dell'asimmetria informativa (bid-ask spread) nonché del valore societario (stima dei flussi di cassa attesi e costo del capitale). Nel quarto e ultimo capitolo è stato trattato il *case study di Eni S.p.A.* sull'adozione e sviluppo nel corso degli anni dell*'Integrated Report* della società. Dopo una breve introduzione storica, è stato analizzato il percorso di adeguamento al *Framework* dell'IIRC, sottolineando le principali implementazioni contenutistiche e formali dello strumento di *disclosure* annuale, dal 2011 al 2018. In ultimo, allo scopo di mostrare un esempio di corretta ed efficace applicazione del *framework*, evidenziandone l'evoluzione fin qui svolto da Eni, è stato approfonditamente valutato l'ultimo documento pubblicato dalla società in riferimento al 2019, *l'Annual Report 2019*.

Capitolo 1. Il cambiamento della richiesta di informazioni e l'inadeguatezza del Report Finanziario

1.1 I limiti dell'Annual Report come strumento di *disclosure* societaria

La società, a seguito della recente crisi finanziaria del 2007-2008 e degli scandali aziendali legati ad essa, ha iniziato a percepire negativamente il mondo del business ritenendolo tra le maggiori cause di problemi sociali, ambientali e di carattere economico. Tra questi, ingenti quantità di debito finanziario, crescente disparità tra classi sociali, casi di frode e condotta scarsamente etica su temi sociali e ambientali, hanno generato nuovi bisogni nella maggior parte dei componenti della società, ma soprattutto, tra gli agenti del mercato. Questo contesto ha infatti generato in molti soggetti il bisogno di informazioni eterogenee da parte delle organizzazioni, in quanto rappresentano un mezzo per superare l'incertezza sempre più presente sui mercati finanziari. Sia i soggetti che assumono rischi per proprio conto, sia gli intermediari, richiedono ora più di prima, di poter scegliere consapevolmente se investire in una data società o meno, in base alla loro conoscenza dell'organizzazione, del modo in cui crea valore oggi ed in futuro, dell'impatto che ha sull'ambiente e del rischio a cui è esposta. La crisi ha messo inoltre in discussione il funzionamento ed i valori del capitalismo, il fine ultimo del business e soprattutto la concezione tradizionale di creazione del valore per una impresa.[1] In aggiunta, negli ultimi venticinque anni, si è verificato un aumento significativo della complessità ambientale in cui le organizzazioni si trovano ad operare. Quest'ultima, accompagnata dalla crescita dimensionale degli

[1] Mackey J, Sisodia RS, George B, Conscious capitalism: liberating the heroic spirit of business. Harvard Business, Boston, MA, 2013

attori del mercato e della competizione a livello mondiale, ha costretto le imprese ad adottare nuovi modelli di business, capaci di adeguarsi ad una maggiore aleatorietà e varietà del mercato. In un tale scenario competitivo, guidato dalla globalità dei mercati, i sistemi di informazione e comunicazione giocano un ruolo chiave e sono diventati fondamentali per la crescita e la sostenibilità di una attività. In questo contesto, è quindi cresciuto sempre di più il bisogno di ricostituire la legittimità delle organizzazioni private, ovvero istituzioni le cui azioni sono desiderabili, opportune ed appropriate nell'ambito di un sistema di norme, valori e credenze.[2] Di fronte a queste istanze, le pratiche di *disclosure* delle performance annuali di ciascuna organizzazione, sono state esaminate, messe in discussione ed in molti casi sono state modificate. I redattori di report societari si sono trovati di fronte a molte sfide e nel corso del tempo, sono stati obbligati a rispondere a sempre più domande: Quali capitali sono utilizzati dall'impresa? Chi è responsabile per l'operato dell'organizzazione? Come è possibile misurare, amministrare e comunicare l'impatto ambientale? Come è possibile rilevare e rendicontare la creazione del valore e la modalità in cui è sostenibile nel futuro?[3] Gli investitori hanno migliorato il loro modo di percepire le informazioni contenute negli *annual reports* ed è nata in loro, non solo la necessità di carpire informazioni di natura diversa da quella meramente quantitativa, ma anche di ricevere tali informazioni attraverso un mezzo comunicativo diverso. Prima di addentrarsi nella descrizione di tali mezzi, è opportuno però soffermarsi ed introdurre quali sono i motivi per cui sia ragionevole affermare l'inadeguatezza dell'*annual report* come mezzo più efficace per una corretta comunicazione economico-finanziaria. Spesso, è conferito a questo tipo di comunicazione il ruolo di ottimizzazione delle relazioni con i portatori di capitale, mediante la messa in

[2] Mark C. Suchman, "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches," Academy of Management Review 20, 1995.
[3] Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., Integrated reporting: concepts and cases that redefine corporate accountability, Springer International Publishing Switzerland, 2013.

evidenza degli aspetti di carattere reddituale, patrimoniale e finanziario[4], tuttavia, è possibile inquadrare tale comunicazione più ampiamente ed intendere il contenuto del messaggio come qualsiasi informazione che sia grado di influenzare il prezzo degli strumenti finanziari emessi dalla società e di fornire i mezzi necessari per apprezzarne il valore attuale e futuro.[5] È inoltre opportuno aggiungere che vi è una differenza sostanziale tra il concetto di informazione e quello di comunicazione. Il primo è ben definito da Belcredi (1993) come l'insieme delle comunicazioni effettuate da una società per azioni verso le diverse categorie di *stakeholders* riguardo una determinata operazione o relative ad un determinato arco temporale[6]. Il secondo è invece riconducibile ad un processo di produzione di "significato".[7] In quest'ottica, il valore è trasmissibile anche senza che vi sia necessariamente un trasferimento di informazioni in quanto, qualora una società decidesse di non esprimersi su un determinato argomento, il ricevente del messaggio potrebbe essere portato ad interpretare questa decisione e ad attribuirle un significato specifico. Alla luce di ciò, possono essere evidenziate diverse caratteristiche dell'*annual report* che lo rendono uno strumento reticente e con alcune limitazioni. Secondo gli standard contabili IAS/IFRS e i GAAP dei vari ordinamenti, *l'annual report* ha lo scopo di rendere accessibili le informazioni rilevanti agli investitori in modo che possano prendere decisioni economiche con il corretto set informativo. Sebbene sia uno strumento utilizzato prevalentemente dagli agenti del mercato finanziario, è anche un'ottima fonte di informazioni per i direttori d'azienda in quanto permette di analizzare la propria attività e stabilire l'allocazione delle risorse interne e la gestione degli investimenti. Tale uso quindi rende l'*annual report* di interesse anche nel campo della gestione d'impresa. Nonostante questo strumento sia rimasto nel tempo una

[4] Corvi E., Fiocca R., "Comunicazione e Valore nelle relazioni d'impresa", Egea, 1996.
[5] Guatri L., Massari M., La diffusione del valore, Egea, Milano, 1992.
[6] Belcredi M., (1993), *Economia dell'informazione societaria*, Utet Libreria, Torino.
[7] Di Stefano G., Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà aziendale moderna, Giuffrè, Milano, 1990.

delle principali fonti di informazioni per il mercato, presenta il limite di non essersi aggiornato coerentemente al cambio del contesto economico mantenendo le caratteristiche di affidabilità e chiarezza.[8] Già nel 2002 l'ex Chairman Christopher Cox nel suo discorso "Closing Remarks to the Second Annual Corporate Governance Summit" presso la USC Marshall School of Business denunciò la carenza di chiarezza in molte delle *disclosure* di matrice narrativa che erano state raccolte dalla SEC fino a quel momento. Cox definì la difficoltà di lettura pari a quelli di una tesi di dottorato e si soffermò sulla assenza di utilità di un documento che adopera "legalese" e gergo tecnico finanziario per i gruppi di investitori che presentano una ridotta formazione tecnica.[9] Oltre alla modalità di trattazione, nel corso del tempo, si è complicato sempre di più anche il contenuto dei report. Le compagnie, infatti, hanno aumentato sempre di più l'utilizzo di nuovi strumenti finanziari ed essendo obbligatorio includere tali informazioni negli *annual report*, è necessariamente aumentata la difficoltà della trattazione di questi ultimi.[10] Di conseguenza, lo strumento di *disclosure* principale di una impresa, per essere coerente con il suo obiettivo, non può ignorare questi aspetti e pertanto dovrebbe fornire un rendiconto sulle performance comprensibile con messaggi semplici per una classe di investitori eterogenea. Inoltre, la complessità non rappresenta una difficoltà solo per gli investitori con limitata conoscenza tecnica, ma anche per gli analisti. Nel 2005 è stato condotto uno studio da Feng Gu e Weimin Wang che hanno analizzato la relazione tra gli errori nelle previsioni sui ricavi di alcune società e la presenza di capitale intangibile nelle stesse. Essendo le informazioni sugli *asset* intangibili più complesse, gli autori dello studio avevano previsto che ci sarebbe stata una maggiore frequenza di errori di

[8] Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., Integrated reporting: concepts and cases that redefine corporate accountability, Springer International Publishing Switzerland, 2013.
[9] Cox C. "Closing remarks to the second annual corporate governance summit." Delivered at the USC Marshall School of Business, Los Angeles, CA, 2007.
[10] Plumee MA, "The effect of information complextity on analysts' use of that information." Account Rev 78, 2003.

previsione degli analisti per le imprese con maggiore intensità di capitale intangibile rispetto al valore medio del settore delle imprese in parola. Consistentemente con questa previsione, gli autori hanno trovato una correlazione positiva tra questi errori e le società la cui intensità di capitale intangibile devia dal valore mediano del settore. La complessità delle informazioni contenute nei report ha pertanto influenzato negativamente la capacità degli analisti di prevedere le performance delle imprese.[11] I risultati di questo studio testimoniano quindi come vi sia una concreta difficoltà di comprensione anche per i fruitori più esperti dei mezzi di *disclosure* finanziaria ed evidenziano la necessità di migliorare questa tipologia di informativa, soprattutto se il valore, come avviene al giorno d'oggi, è creato dalle imprese mediante l'uso di capitale intangibile. La chiarezza della trattazione è inoltre messa fortemente alla prova anche dalla lunghezza della stessa. Le informazioni, sono generalmente contenute in testi molto lunghi ed articolati che costringono gli utenti meno esperti a doverne processare troppe, generando così un sovraccarico informativo. La capacità di sintesi e la corretta selezione delle informazioni giocano un ruolo fondamentale rispettivamente, per la comprensibilità del messaggio nel suo complesso e la rilevanza dell'informativa per l'investitore. Questa visione è largamente sostenuta dai lavori di Hirst e Hopkins secondo i quali "la Ricerca in psicologia suggerisce che le informazioni non verranno utilizzate a meno che non siano accessibili e facili da processare (chiare).[12] Una ulteriore limitazione dell'*annual report* è la mancanza di informazioni di tipo non finanziario su questioni come la qualità della gestione, la soddisfazione dei consumatori e l'impatto sia sociale che ambientale.[13] Secondo alcune convinzioni tradizionali, la comunicazione

[11] Gu F, Wang W., "Intangible assets, information complexity and analysts' earnings forecasts." J Bus Finance Account 32, 2005.
[12] Hirst D, Hopkins P., "Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments." J. Account Res, 1998.
[13] Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., Integrated reporting: concepts and cases that redefine corporate accountability, Springer International Publishing Switzerland, 2013.

aziendale ha il dovere di includere nel messaggio principalmente informazioni traducibili in termini monetari, in quanto si ritiene che solo queste abbiano effettiva rilevanza. In mancanza di questa traducibilità le informazioni come quelle sopra citate, hanno trovato poco spazio all'interno degli AR. Tuttavia, negli ultimi anni questo paradigma è stato fortemente messo in dubbio poiché non solo il mercato non ritiene più che il prezzo sia l'unica unità di misura del valore, ma anche perché numerosi studi hanno analizzato ed evidenziato una relazione tra la performance finanziaria e gli aspetti di performance sociale ed ambientale. Di conseguenza, la sola informazione finanziaria non è più sufficiente per gli investitori e gli stakeholder soprattutto nell'ottica di comprendere pienamente il valore e la performance di una società. Dall'analisi dell'AR è inoltre possibile rilevare una ulteriore limitazione. Questo tipo di *disclosure* ha un orientamento di tipo consuntivo e tralascia gli aspetti riguardanti le performance future dell'azienda. I report comunicano informazioni riguardanti la gestione passata senza esprimere interesse verso le questioni di profittabilità futura del business. In particolare, non forniscono informazioni riguardanti la sostenibilità e l'impatto sociale dell'attività, aspetti che si dimostrano sempre più legati alla performance finanziaria di una impresa nel lungo termine. La performance non finanziaria non si limita ad essere intesa unicamente come impatto sociale ed ambientale, ma anche in senso più generico, come qualità della gestione del business. Tale aspetto, rappresentato dai Key Performance Index stabiliti dall'impresa stessa, non trova posto nell'informativa dell'*annual report* rendendolo quindi strumento non adatto per fare previsioni sull'attività futura della società. Un'informativa con questi limiti, oltre ad avere conseguenze per le decisioni dell'investitore, genera degli effetti anche nelle stesse scelte di gestione dell'impresa. Un manager, se adoperasse l'AR come benchmark di valutazione delle scelte gestionali, sarebbe più probabilmente portato a prendere decisioni che privilegiano istanze di breve e non di lungo termine, come ad esempio, quella di tagliare gli investimenti nei settori di Ricerca e Sviluppo. Queste tipologie di decisioni, sono riconosciute

dagli investitori e generano in loro una reazione che consiste nell'attribuire meno valore alle azioni, intese come strumenti finanziari, della società sul mercato.[14] Come detto in precedenza, il mercato è recentemente cambiato, ha assunto un carattere globale e l'informazione, è inoltre diventata ormai un diritto non solo proprio degli investitori, ma anche di soggetti terzi ed in generale della collettività. Nonostante ciò, prevale ancora un'informativa direzionata verso investitori tecnicamente competenti e soprattutto frutto di "una cultura della reticenza, spesso accompagnata da politiche di elaborazione con un chiaro orientamento manipolatorio che determina generalizzati atteggiamenti di sfiducia e di scarso interesse per i messaggi quantitativo-monetari d'impresa".[15] Ciò crea una minore fiducia sia nell'informazione sia nel processo comunicativo che impatta negativamente sull'efficacia di quest'ultimo. Per rispondere a queste rilevanti limitazioni, chi si occupa di politiche di *disclosure*, ha dovuto quindi ricercare un nuovo modo di comunicare, con degli strumenti innovativi ed al passo con le rinnovate esigenze. Un ruolo predominante in questo scenario di cambiamento è ricoperto dai "valori" (intesi come i principi, le credenze e gli ideali che orientano le impressioni e guidano l'agire) che aiutano a dar forma alla percezione di come il valore sia creato, di come sia distribuito nell'ambiente interno e nell'ecosistema di una impresa. I valori hanno di conseguenza in questo contesto un doppio ruolo: sia di messaggio, che di strumento di comprensione dello stesso. In un contesto sociale, dove il singolo influenza, ma soprattutto è influenzato dal gruppo, è inoltre condivisibile l'idea che "Le percezioni che la comunità ha del valore aiutano anche a dare forma alla percezione che gli individui hanno dello stesso. A tal proposito, non sorprende che molti imprenditori, direttori di aziende e organizzazioni si muovano verso l'idea che i valori accettati (economici, sociali e ambientali) influenzano e sono influenzati dal modo in cui, la creazione del valore

[14] Hirst D, Hopkins P., "Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments." J. Account Res, 1998.
[15] Salvioni D., Cultura della trasparenza e comunicazione economico-finanziaria d'impresa, ISTEI, Università degli Studi di Milano Bicocca, 2002.

e come esso è distribuito, sono tenuti in conto nella rendicontazione societaria annuale"[16]. Tutto ciò mette in luce quanto sia fondamentale che i valori accolti e il valore creato debbano essere le linee guida di una corretta quanto efficace comunicazione aziendale.

Nella seguente Figura si presentano sinteticamente alcune caratteristiche dell'Annual Report e le rispettive criticità.

Caratteristiche		Criticità
Target	Stakeholder specifici (investitori e shareholders)	Non è adatto al coinvolgimento di stakeholder differenti dai portatori di capitale finanziario
Comunicazione	Principalmente quantitativa	Non soddisfa le esigenze informative di tipo qualitativo (ex. gestione, processi di controllo)
Componenti testuali esplicative	Limitate e redatte con termini tecnici	Comprensibilità limitata per utenti con conoscenze tecniche poco approfondite
Orientamento	Retrospettivo	Non presenta dati sull'orientamento futuro dell'organizzazione
Performance	Finanziaria	Tratta della performance del capitale finanziario tralasciando quelle degli altri capitali utilizzati
Personalizzazione della comunicazione	Bassa	Standardizzata per ottemperare agli obblighi legali

Figura 1. Elaborazione Propria. Le caratteristiche dell'Annual Report e le rispettive criticità, 2020

[16] Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., Integrated reporting: concepts and cases that redefine corporate accountability, Springer International Publishing Switzerland, 2013.

Capitolo 2. L'Integrated Reporting

2.1 Cenni storici

Per analizzare nel dettaglio lo strumento dell'*Integrated Report* è opportuno ripercorrere quali sono le origini e gli *step* principali dell'evoluzione che hanno portato ai moderni processi di *disclosure* societaria. I primi segnali di questo lento movimento sono visibili nella metà degli anni sessanta dello scorso secolo, quando alcune società iniziarono a pubblicare congiuntamente ai dati finanziari, alcune informazioni concernenti l'impatto ambientale dell'attività dell'impresa. Gradualmente e mediante un processo incrementale, le imprese arricchirono sempre di più queste comunicazioni di tipo integrativo con informazioni inerenti a tematiche più ampie come quelle sociali e di *governance* della stessa impresa. L'integrazione di queste informazioni tuttavia rimaneva poco diffusa e di conseguenza assumeva un ruolo ancora estremamente marginale nella comunicazione societaria. Un concreto passo in avanti venne compiuto alla fine degli anni 70, quando il governo francese, mediante una legge sul *Bilan Social,* rese obbligatorio per la prima volta in Europa, un report di *Corporate Social Responsability* alle società con più di trecento impiegati.[17] Il *Bilan Social* è un documento composto da sette capitoli (occupazione, salario, salute e sicurezza, altre condizioni di lavoro, formazione, relazioni lavorative, altre condizioni all'interno della vita in azienda) in cui una società è tenuta dettagliatamente a fornire tutte le informazioni riguardanti la condizione dei propri lavoratori.[18] Un apporto significativo al processo evolutivo fu inoltre dato dagli studi accademici che avevano come oggetto le interazioni tra posizione strategica di *management*,

[17] Brunelli S., Di Carlo E., Accountability, Ethics and Sustainability of Organizations. New Theories, Strategies and Tools for Survival and Growth. Springer International Publishing Switzerland, 2020

[18] Laroque P., The Social Institutions of France. Gordon and Breach, Science Publishers, Inc, 1983

sistemi di controllo dell'organizzazione, sistemi di misurazione della performance e modalità di reporting.[19] Alcuni *framework* si sono contraddistinti tra i numerosi lavori e le diverse soluzioni proposte, ponendo le basi e dettando le linee guida per ripensare il modo di creare e comunicare il valore aziendale. Tra questi è di rilievo il sistema di controllo di *Balanced Scorecard* (BSC) sviluppato da Robert Kaplan e David Norton. Il BSC è un sistema di controllo di gestione generale che bilancia le tradizionali misurazioni di tipo finanziario con misure operative legate ai fattori critici di successo dell'azienda.[20] Il sistema prevede quattro prospettive principali, la prospettiva della performance finanziaria, gli indicatori del servizio ai clienti, gli indicatori dei processi di business ed infine una componente riguardante il potenziale di apprendimento e crescita dell'organizzazione. Queste componenti sono progettate in maniera integrata in modo che siano tra loro di supporto ed in modo che colleghino le azioni di breve periodo con gli obiettivi strategici di lungo periodo.[21] Questo *framework* risulta quindi di fondamentale importanza non solo perché sottolinea come sia fondamentale aggiungere informazioni eterogenee legate alla performance finanziaria, ma anche perché è in grado di fornire importanti *driver di performance* e di aiutare il *management* a comprendere come le prestazioni dell'organizzazione siano il risultato di relazioni causa-effetto tra le quattro prospettive enunciate precedentemente. Un altro fondamentale contributo fu apportato da Elkington, che alla fine degli anni 90 propone un nuovo modo di intendere la performance aziendale, la *Triple Bottom Line* (TBL). Il framework comprende tre dimensioni della performance: quella sociale, ambientale e finanziaria e deve la sua importanza al fatto che analizza, misura e rendiconta il grado in cui una organizzazione è in grado di generare profitti nel rispetto dei vincoli ambientali e tenendo in considerazione gli interessi

[19] Parker, L.D., Qualitative management accounting research: assessing deliverables and relevance, Critical Perspectives on Accounting, 2012
[20] Kaplan, R.S., and Norton, D.P., The Balanced Scorecard: Measures that Drives Performance. Harvard Business Review, 1992
[21] Daft, L., Organization Theory and Design 12th ed. Cengage Learning, 2013

della società.[22] Il concetto di TBL è estremamente rivoluzionario perché responsabilizza un'impresa nei confronti di diverse tematiche attraverso una visione unitaria, di insieme ed integrata. L'impresa aderendo a questa teoria pone a se stessa dei limiti nel conseguimento del profitto e si libera dal "minimalismo morale" di cui parla Friedman nell'opera "Capitalism and Freedom" del 1962 in cui sostenne che l'unica responsabilità sociale di una organizzazione consiste nell'usare le proprie risorse e dedicarsi ad attività volte ad aumentare i propri profitti con il solo vincolo di rimanere all'interno delle regole del gioco, competendo apertamente e liberamente senza ricorrere all'inganno o alla frode.[23] Nonostante gli strumenti citati fossero un importante passo in avanti verso un nuovo modo di intendere e comunicare il *business*, vi erano ancora delle criticità, ovvero l'assenza di *framework* standardizzati e il riconoscimento e l'adozione di quest'ultimi da parte di un numero significativo di imprese. Negli anni successivi diverse organizzazioni hanno prodotto molteplici standard per la misurazione e la rendicontazione non finanziaria determinando un'assenza di punti di riferimento sia per le imprese che per gli stakeholder interessati alla loro prestazione. Uno strumento comunicativo di natura non finanziaria è infatti ritenuto utile laddove riesca non solo a dare la possibilità di analizzare a fondo tutti gli aspetti nell'azione di una singola impresa, ma anche quando renda possibile comparare organizzazioni diverse, anche in periodi temporali differenti. Ciò è possibile solo quando, come nel caso degli standard di *accounting*, le organizzazioni adottano e condividono lo stesso *framework*. Da questa esigenza sono nate diverse iniziative, tra cui tra le più importanti, il *Global Reporting Initiative* (GRI), un organo che fu istituito nel 1997 con l'obiettivo di promuovere l'adozione di uno standard unico e condiviso per la rendicontazione non finanziaria, concernente

[22] Slaper, T.F., Hall, T.J., The Triple Bottom Line: What Is It and HowDoes It Work? , Indiana Business Research Center, 2011
http://www.ibrc.indiana.edu/ibr/2011/spring/article2.html
[23] Friedman, M., Capitalism and freedom. Chicago: University of Chicago Press, 1962

informazioni tematiche ambientali e sociali dirette al pubblico degli stakeholder.[24] L'organizzazione era composta da rappresentanti di società, governi, organizzazioni non governative, società di consulenza e di rating, Università e centri di ricerca. Il GRI fu in grado in breve tempo di fornire uno degli standard più diffusi. Nel corso del tempo le linee guida proposte dal GRI, seppur riconosciute e condivise, iniziarono a coprire una varietà sempre più ampia di tematiche come quelle di *governance* e di sostenibilità e i report conformi a questo standard iniziarono ad essere sempre più lunghi e complessi. Il livello di dettaglio delle informazioni infatti rendevano difficile per un lettore collegare tutte le pratiche dell'impresa con i regolamenti citati e gli impatti. Capire i legami con questi ultimi risultava inoltre fondamentale in quanto gli impatti in un'area, ad esempio, ambientale, comportavano impatti su altre aree collegate, come quella sociale.[25] Tale fenomeno ha comportato quindi una quantità eccessiva di informazioni con il risultato di una perdita significativa dell'efficacia comunicativa dello strumento. Ha in questo modo impedito, anche al lettore più interessato, di apprezzare i collegamenti e la visione integrata degli impatti fornita dal report.[26] Per sopperire a queste criticità ed aumentare ancora di più l'adesione a questo nuovo metodo del fare e comunicare *business* nacque nel 2004 il "*Prince's Accounting for Sustainability Project*" (A4S), organizzazione fondata dal Principe Carlo di Galles che ha dato vita al "*Connected Reporting Framework*" con lo scopo di promuovere l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* con le comunicazioni finanziarie ed il bilancio di esercizio rivolto ai portatori di capitale. L'idea sottostante al framework era quella di

[24] GLOBAL REPORTING INITIATIVE. About GRI: FAQs, www.globalreporting.org/AboutGRI/FAQs/FAQAboutGRI.html

[25] Hopwood, A.G., Unerman, J. and Fries, J., Accounting for Sustainability. Practical Insights, Earthscan. London, 2010

[26] Fries, J., McCulloch, K. and Webster, W., The prince's accounting for sustainability project: creating 21st-century decision making and reporting system to respond to 21st-century challenges and opportunities. Citato da Hopwood, A.G., Unerman, J. and Fries, J., Accounting for Sustainability. Practical Insights, Earthscan. London, 2010

riuscire a spiegare le relazioni che intercorrono tra gli obiettivi strategici e di sostenibilità, le opportunità, le risorse chiave, i rischi ed il contesto socio-economico.[27] Nel 2010 A4S, in collaborazione con la GRI ed il supporto dell'IFAC (*International Federation of Accountants*) istituì l'"*International Integrated Reporting Committee*" che poi si trasformò definitivamente nel 2011 in "*International Integrated Reporting Council*" (IIRC).

2.2 IIRC

Come dichiarato dallo stesso consiglio, "l'IIRC è una coalizione globale di enti regolatori, investitori, società, professionisti nel settore della contabilità, accademici e ONG. L'organizzazione ha l'obiettivo di promuovere la comunicazione della creazione del valore come il passo successivo nell'evoluzione della comunicazione aziendale." Inizialmente l'intenzione dell'IIRC era quello di fornire il supporto necessario alle imprese per rendicontare attraverso strumenti elettronici che avrebbero reso semplice concatenare le informazioni attraverso una pluralità di report interconnessi. Con la graduale evoluzione del pensiero integrato, è passato invece a promuovere l'adozione di un report unico, capace di includere informazioni non finanziare, che oltre ad essere ben collegate tra loro, sono rapportate ai dati di natura finanziaria in maniera coerente ed integrata. La *mission* dell'IIRC è quindi quella di "rendere l'IR e il pensiero integrato la pratica più diffusa nel settore sia privato che pubblico" e la sua *vision* è invece quella di "far allineare l'allocazione dei capitali agli obiettivi di stabilità finanziaria e sviluppo sostenibile attraverso il ciclo del report integrato e del pensiero integrato."[28]

[27] Accounting for Sustainability Project, https://www.accountingforsustainability.org/en/about-us/overview.html, 2020
[28] IIRC, sito web, https://integratedreporting.org/the-iirc-2/, 2020

2.3 Integrated report

Una volta compreso quale sia stato il processo che ha portato allo strumento dell'*Integrated Report,* è opportuno analizzarlo e capire quali siano i principi guida, i concetti e gli elementi che rendono un report aziendale conforme all*'International IR framework* ideato dall'IIRC. Come precedentemente illustrato, l'IR spiega come un'organizzazione crea e misura il valore nel corso del tempo in un processo complesso, influenzato dall'ambiente esterno all'organizzazione stessa, dalle risorse impiegate e dalla moltitudine di relazioni che l'impresa ha con ciascuno dei suoi *stakeholder*. Per identificare meglio cosa si intenda per questo processo, il Framework definisce "gli aumenti, le riduzioni o le trasformazioni dei capitali provocati dalle attività aziendali e dai relativi output." come la manifestazione della creazione di valore per l'organizzazione."[29] È proprio sui capitali o risorse, che il *Framework* si concentra maggiormente, in quanto il valore è in stretta relazione con la disponibilità, la convenienza, la qualità, e la gestione delle varie risorse di cui l'azienda si serve per operare. Alla luce di queste considerazioni, è possibile affermare quindi che l'IR aspira a fornire degli *insights* riguardanti l'ambiente esterno e la modalità con cui la società si interfaccia con esso e con le sue risorse nel breve, nel medio e nel lungo termine.[30] Il Report Integrato per descrivere e permettere a chi ne usufruisce di avere un'ampia comprensione degli elementi materiali della creazione del valore si serve di alcuni Concetti Fondamentali. Questi sono rappresentati dai *Capitals* che l'organizzazione usa e su cui esercita un'influenza, il *Business Model* dell'organizzazione ed infine la creazione del valore nel corso del tempo. Tali Concetti sono fortemente interconnessi in quanto il Business model risulta essere il veicolo attraverso il quale l'organizzazione crea effettivamente del valore e

[29] IIRC, The International IR Framework, 2013
[30] IIRC, Consultation Draft, 2013

quest'ultimo è invece rappresentato dai diversi Capitali e dalle loro variazioni incrementali. Affinchè questo processo sia reiterato nel corso del tempo, è importante che l'organizzazione comprenda a fondo la connessione e l'interazione tra il veicolo ed il valore, come anche tra risorse e valore. Come già precedentemente detto la *Value Creation* avviene con un processo che è estremamente influenzato dall'ambiente esterno ed interno ed alla luce di ciò il Report Integrato mira a fornire informazioni dettagliate sulle risorse, o Capitali, con l'obiettivo di costruire un quadro chiaro sulle fonti dell'organizzazione. La suddivisione avviene secondo diverse tipologie di risorse: finanziarie, produttive, intellettuali umane, sociali e relazionali, e naturali. Per Capitale finanziario si intende le fonti di natura monetaria che sono ottenute tramite forme di finanziamento da parte di terzi, quali l'indebitamento, i prestiti o l'equity, oppure tramite i risultati dell'attività operativa e degli investimenti. La seconda tipologia di Capitale è quello produttivo, che raggruppa tutti i beni fisici che l'organizzazione adopera per la produzione e che solitamente trova la sua origine nel lavoro di organizzazioni terze. I beni immateriali che corrispondono al capitale organizzativo, ai sistemi alle procedure e ai protocolli come anche al valore della conoscenza, sono invece raggruppati nella categoria del Capitale intellettuale. Strettamente correlate sono le categorie del Capitale Umano e del Capitale sociale e relazionale, l'uno che comprende le competenze, le capacità e l'esperienza delle persone che fanno parte dell'organizzazione, l'altra che rappresenta il risultato delle relazioni sia all'interno dell'organizzazione, sia all'esterno con gruppi di stakeholder ed altri network. Queste due tipologie di Capitali subiscono una significativa influenza reciproca in quanto la creazione del capitale umano dipende direttamente dalla capacità del gruppo di generare una comunicazione costruttiva, una cultura cooperativa ed un sistema di regole e valori condivisi internamente. Tale atteggiamento, se coordinato ad una costante comunicazione con l'ambiente esterno e tutte le sue componenti, da la possibilità all'organizzazione di comprendere ed implementare una strategia coerente con la

tutela non solo del proprio interesse, ma anche di quello di una moltitudine di stakeholder esterni, con il risultato di migliorare significativamente le relazioni con l'esterno e dando vita ad un circolo virtuoso. L'ultima Categoria di Capitale è invece rappresentata dal Capitale naturale, raggruppante tutti i processi ambientali che forniscono beni o servizi fruibili nel tempo da parte dell'impresa come aria, acqua, terra e ogni biodiversità.[31] Il Framework non impone che un'impresa adoperi tutte le categorie riportate, bensì le fornisce nell'ottica di dare un benchmark di riferimento alle organizzazioni redigenti il report ed in modo che quest'ultime non trascurino le tipologie di capitale di cui fanno uso o su cui influiscono, indipendentemente dalla suddivisione in categorie che l'organizzazione effettua per i propri scopi.[32] Una volta descritti i Capitali, è possibile comprendere in cosa consista la creazione del valore secondo il Framework. Un'organizzazione è in grado di creare del valore se questo non è diretto unicamente a sé stessa, ma anche alle altre entità coinvolte direttamente e indirettamente nel processo. Da questa assunzione, si comprende come la categorizzazione dei Capitali aiuti ed offra uno schema per poter ampliare il concetto di portatori di interesse o anche di ampliare lo stesso concetto di investitore. Frigo e Ramaswamy giungono ad affermare che sia limitativo pensare ad un investitore come colui che apporta capitale finanziario e definiscono questa visione come noncurante del complesso mosaico di ruoli che esistono nella Co-Creazione di Valore.[33] La rilevazione delle variazioni dei diversi Capitali rappresenta così un metodo efficace per comprendere quanto valore viene creato per un gruppo eterogeneo degli stakeholder, anche in termini non finanziari. L'interconnessione tra le diverse categorie e la visione d'insieme dei Capitali

[31] IIRC, The International IR Framework, 2013
[32] Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., Integrated reporting: concepts and cases that redefine corporate accountability, Springer International Publishing Switzerland, 2013
[33] Frigo M.L., Ramaswamy V., Co-creating strategic risk-return management. Strat Finance 5, 2009

rende inoltre ancora più evidente come difficilmente si avrà una creazione di valore per tutti i portatori di interesse e soprattutto su diversi orizzonti temporali, se l'organizzazione sarà volta alla massimizzazione del valore di una sola delle categorie a discapito delle altre.[34]

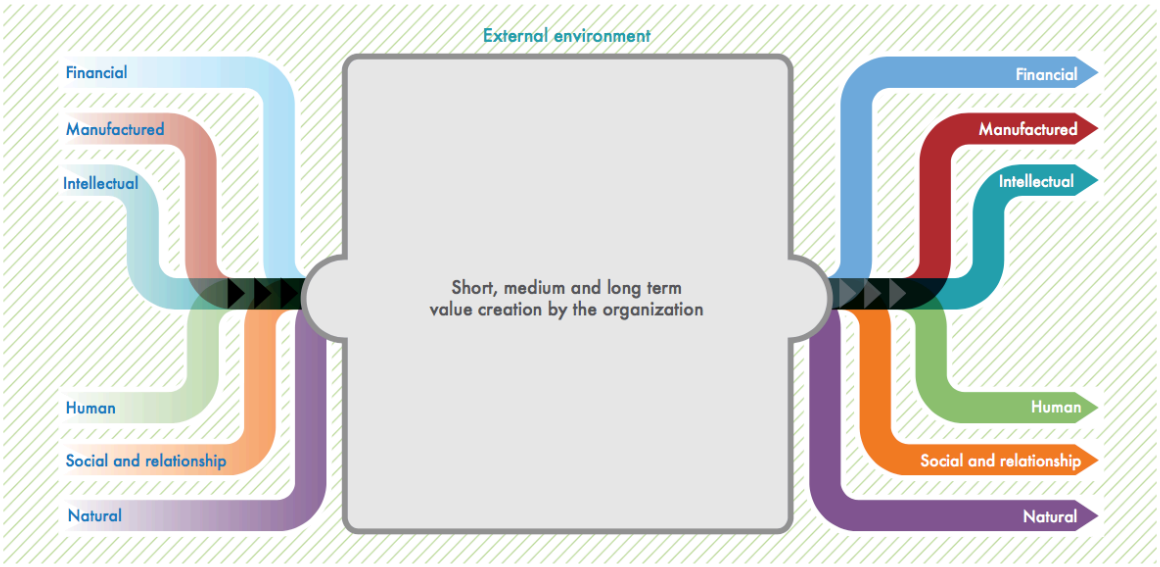


Figura 2. Value Creation Process, IIRC Consultation Draft, 2013, pag. 10

La redazione di un *Integrated Report* è basata su dei Principi Guida evidenziati all'interno del Framework nei seguenti punti:

A. Focus strategico e orientamento futuro
B. Connettività delle informazioni
C. Relazioni con gli Stakeholder
D. Materialità
E. Sinteticità
F. Attendibilità e completezza
G. Coerenza e comparabilità

[34] IIRC, Consultation Draft, 2013

L'approccio orientato ad alcuni principi guida trova le sue ragioni nella volontà dell'IIRC di dare spazio a ciascuna delle organizzazioni di raccontare le diverse circostanze individuali, ma allo stesso tempo di fornire un grado sufficiente di comparabilità tra le informazioni di una moltitudine di organizzazioni.
Entrando nel merito dei *Guiding Principles,* per quanto riguarda Focus strategico e orientamento futuro, il *Consultation Draft* (CD) evidenzia come le informazioni presenti nel Report devono fornire degli approfondimenti sulla strategia adoperata dell'organizzazione e nello specifico sulla relazione che intercorre nel processo di *Value-Creation* nel breve, nel medio e nel lungo termine e i singoli capitali utilizzati. Questo Principio pone inoltre in capo all'organizzazione la responsabilità di evidenziare le opportunità e i rischi per l'impresa e le dipendenze che intercorrono tra la sua posizione di mercato ed il suo modello di *business*. L'aspetto riguardante l'orientamento futuro fa riferimento invece alla necessità di articolare in un discorso chiaro, come l'accessibilità, la qualità e la sostenibilità economica delle fonti di Capitale contribuiscano al raggiungimento degli obiettivi strategici nel corso degli anni futuri.[35] Essendo le informazioni sulle prospettive future caratterizzate da incertezza, si potrebbe pensare che non siano di rilievo e che non vadano comunicate. Al contrario, il Framework incoraggia la diffusione di tali informazioni accompagnate da specifici focus sulla natura e sul grado di quest'ultima. Il secondo Principio riguarda la connettività delle informazioni e rappresenta perfettamente il concetto di pensiero integrato guidando le organizzazioni a descrivere il processo di creazione del valore comprensivo dei diversi fattori interconnessi e interdipendenti. Il CD interpreta la connettività in due modi differenti, una di carattere contenutistico e una temporale. Per quanto riguarda l'aspetto contenutistico, il Framework porta le organizzazioni a collegare gli aspetti riguardanti l'ambiente esterno, la *governance*, le opportunità ed i rischi,

[35] IIRC, Consultation Draft, 2013

la strategia, l'allocazione delle risorse, il *business model* e la *performance*. In tal modo permette di fornire un'analisi utile affinché gli utenti finali del Report Integrato, ne facciano un uso concreto e comprendano come l'organizzazione, e tutte le sue componenti, lavora nel generare valore. L'altro aspetto della connettività riguarda quella temporale, ovvero l'inserimento delle informazioni all'interno di una analisi su orizzonti presente-futuro, come riportato anche dal primo principio guida, ma anche passato-presente. In questo modo fornisce elementi per verificare la plausibilità di ciò che è stato previsto e mette in relazione ciò che è stato effettivamente realizzato con quello che era stato precedentemente posto come obiettivo strategico. *L'Integrated Report* si pone l'obiettivo di raccontare anche le relazioni ed i rapporti con gli *Stakeholder* e, per dare centralità a questo argomento, lo inserisce tra i Principi Guida del *Framework*. Come precedentemente detto, il valore è creato non solo per l'organizzazione, ma anche per altri portatori di interesse con i quali la società deve costruire una relazione duratura, positiva e che abbia un impatto positivo sullo stesso processo di *Value-Creation*. L'IR deve quindi offrire informazioni dettagliate sulle relazioni con gli stakeholder chiave e ha il ruolo di spiegare quanto l'impresa prenda in considerazione questi rapporti e gli interessi legittimi dei diversi interlocutori. Nello specifico le informazioni devono riguardare la natura e la qualità delle relazioni con i portatori di interesse, oltre che devono esplicitamente fare menzione di come l'impresa soddisfa i loro bisogni e le loro aspettative. La risposta a queste istanze è misurabile valutando le decisioni, le azioni e la performance dell'impresa che poi viene raccontata nel report con trasparenza e resa accessibile ai destinatari della comunicazione. Un Principio Guida cardine per l'IR è quello della materialità. Un concetto risulta essere materiale se, in base alla visione del *management* e di chi è incaricato della *governance*, è considerato così rilevante da poter influenzare la capacità, per chi

adopera il Report, di valutare l'abilità dell'organizzazione nel creare valore.[36] Un *Integrated Report* deve quindi fornire delle informazioni utili, e per determinare la loro rilevanza , e quindi per includerle nella comunicazione, la dirigenza deve comprendere quali sono le tematiche che hanno impatto, sia negativo che positivo, sulla strategia dell'organizzazione, sul modello di business o su uno o più categorie di Capitali. Queste caratteristiche determinano quindi la materialità del messaggio comunicativo e fanno sì che lo strumento di *disclosure* sia efficace per l'impresa nella descrizione del suo operato, e significativo per lo *stakeholder* o qualunque altro lettore. Nella preparazione del *Report* tuttavia, il *Framework*, divide il processo in tre fasi differenti: l'identificazione degli elementi materiali, la spiegazione del perché questi elementi sono rilevanti in termini del loro effetto sulla creazione di valore, che sia noto o anche solo potenziale, ed infine il conferimento di priorità in base alla rilevanza dei loro effetti. Secondo il Framework, il processo di determinazione della materialità e la metodologia adoperata dai redattori devono anch'essi essere compresi nel *Report*. Questa pratica ha l'obiettivo di far comprendere ai potenziali fruitori dello strumento quali sono i motivi della decisione di includere o di escludere determinati elementi all'interno dell'IR. In tal modo si permette agli stessi di formulare un giudizio sulla capacità di chi redige il Report di considerare un determinato elemento materiale o non materiale. Un aspetto molto importante dell'IR riguarda la concisione. L'informazione deve essere comprensibile, deve evitare di includere elementi ridondanti ma, deve comunque mantenere un discreto grado di dettaglio, che può sempre essere fornito con l'ausilio di altri strumenti addizionali collegati. L'attendibilità e la completezza dell'informazione è un Principio Guida altrettanto importante per l'IR. L'attendibilità deve essere garantita da forti sistemi di *reporting* interno, un coinvolgimento degli stakeholder appropriato ed una assicurazione esterna indipendente.[37] Il CD, inoltre, aggiunge che il *senior*

[36] IIRC, Consultation Draft, 2013
[37] IIRC, Consultation Draft, 2013

management gioca un ruolo fondamentale in quanto giudica se l'informazione da essere inserita è attendibile e se, quindi, deve essere comunicata all'interno dell'*Integrated Report*.[38] Il *Report* si definisce completo, quando include secondo il *Framework* tutte le informazioni materiali, sia positive che negative, in modo da poter raccontare in modo esaustivo come opera una società. L'ultimo Principio Guida è rappresentato dalla coerenza e comparabilità. Risulta ragionevole pensare che le informazioni specifiche contenute all'interno di ciascun *report*, varieranno di anno in anno e soprattutto differiranno tra diverse organizzazioni. Avendo consapevolezza di ciò, a ciascuna società è permesso redigere un documento estremamente personalizzato che racconti la sua storia, purché la modalità sia coerente nel corso del tempo e permetta il più possibile la comparazione con i report redatti da altre organizzazioni. Oltre ad i Principi Guida, il Framework propone un ulteriore soluzione al fine di avere un allineamento tra le varie organizzazioni e soprattutto che aiuti a definire e uniformare i contenuti del *Report*. Secondo il CD, l'*Integrated Report* deve rispondere ad alcune domande e ciascuna di esse è rappresentata degli Elementi di Contenuto riportati di seguito:

A. Presentazione dell'organizzazione e dell'ambiente esterno

   "Che cosa fa l'organizzazione e in quali circostanze opera?"

B. *Governance*

   "In che modo la struttura di governance dell'organizzazione sostiene la sua capacità di creare valore nel breve, medio e lungo termine?"

C. Modello di *business*

   "Qual è il modello di business nell'organizzazione?"

D. Rischi e Opportunità

   "Quali sono le opportunità e i rischi specifici che influiscono sulla capacità dell'organizzazione di creare valore nel breve, medio o lungo termine e in

[38] Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., Integrated reporting: concepts and cases that redefine corporate accountability, Springer International Publishing Switzerland, 2013

che modo essi vengono da questa gestiti?"

E. Strategia e allocazione delle risorse

"Quali sono gli obiettivi dell'organizzazione e come intende raggiungerli?"

F. *Performance*

"In quale misura l'organizzazione ha raggiunto i propri obiettivi strategici relativi al periodo di riferimento e quali sono i risultati ottenuti in termini di effetti sui Capitali?"

G. Prospettive

"Quali sfide e quali incertezze dovrà probabilmente affrontare l'organizzazione nell'attuazione della propria strategia e quali sono le potenziali implicazioni per il suo modello di business e per le sue performance future?"

H. Base di preparazione e presentazione

"In che modo l'organizzazione determina gli aspetti da includere nel report integrato e come vengono quantificati e valutati tali aspetti?"

I. Indicazioni generali sul reporting

Le indicazioni fanno riferimento a questioni di carattere generale relative al reporting e si applicano a diversi elementi del Contenuto: Informazioni sulle questioni materiali, informazioni su capitali, orizzonte temporale per il breve, il medio e il lungo termine e aggregazione e disaggregazione.

Come evidenziato, si tratta di una serie di domande a cui il redattore risponde e per le quali seleziona, in base al suo giudizio professionale, le informazioni con l'obiettivo di applicare e seguire i Principi Guida. Il *Consultation Draft* presenta questi elementi in ordine, ma precisa anche che questo non è in realtà l'unico da seguire nell'includere i contenuti. L'organizzazione è infatti libera nella creazione del contenuto, ma con il solo vincolo di presentare le informazioni in modo da rendere evidenti i collegamenti tra i diversi elementi e la modalità in cui interagiscono nel processo di creazione del valore.

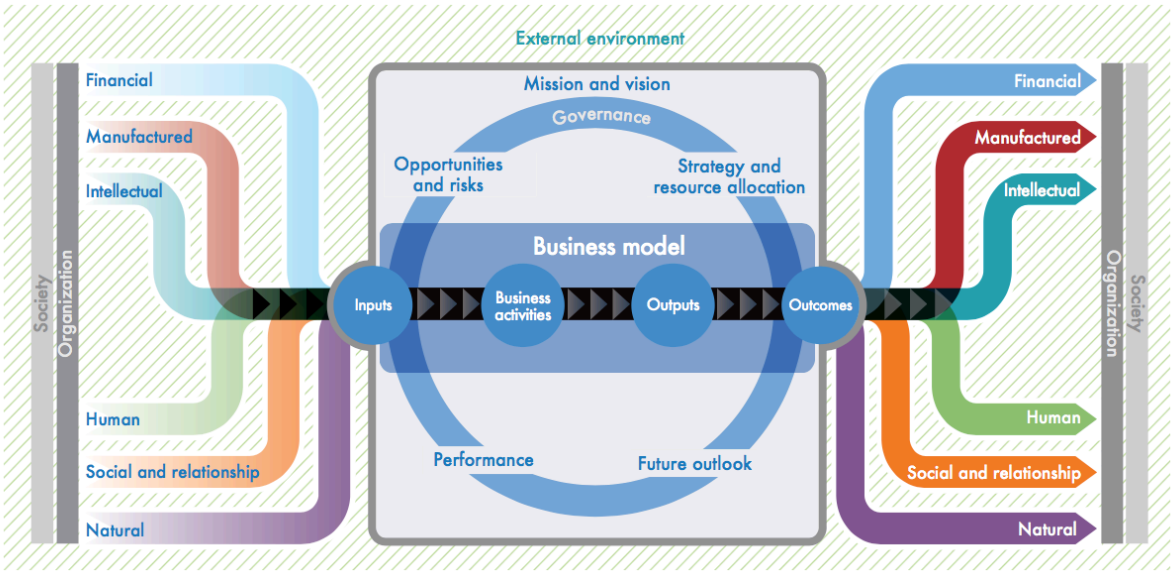


Figura 3. Value Creation Process, IIRC Consultation Draft, 2013, pag. 11

2.4 Benefici dell'IR e criticità

L'implementazione dell'*Integrated Report* come strumento di *disclosure*, offre sicuramente la possibilità agli *stakeholder* e agli investitori di comprendere meglio le informazioni sulla capacità della società di produrre del valore, ma i benefici apportati non si limitano solamente a questo. L'IR infatti, se implementato, rappresenta una spinta verso la sostenibilità. L'approccio al pensiero integrato richiesto alle imprese nell'adottare questo strumento, fa si che la strategia, gli obiettivi e gli stessi valori che l'organizzazione persegue, siano influenzati da ciò che poi l'impresa comunicherà con l'adozione dell'IR.[39] Le società assumono un approccio proattivo nei confronti della sostenibilità ed essendo i *report* utili al *management* per prendere decisioni in termini di strategia, con l'IR si crea un circolo virtuoso che spinge il *business* verso la sostenibilità. Con l'adozione dell'IR, la sostenibilità diverrebbe il fondamento di tutte le azioni all'interno delle funzioni e dei processi aziendali, poiché integrata nella strategia

[39] The South African Insitutute of Charted Accountants (SAICA), Integrated Thinking: an exploratory survey. 2014

e nel modello di *business* dell'organizzazione. Questo nuovo approccio al fare impresa, oltre ad elevare e migliorare la cultura aziendale ed a curare l'immagine dell'impresa all'esterno, determina anche benefici di natura economica. Gli studi che analizzano questo fenomeno sottolineano sempre di più come la *performance* sociale e sostenibile di una impresa influisca sulla *performance* finanziaria e come le imprese che hanno adottato politiche basate sulla sostenibilità ottengano risultati migliori, sia sul mercato dei capitali, sia in termini di misure contabili nel lungo periodo.[40] Un altro aspetto positivo è rappresentato dal fatto che l'*Integrated Report*, data l'esplicita direttiva fornita dal *Framework* nei suoi Principi Guida, invita le imprese a comunicare ogni informazione materiale in modo completo e porta le organizzazioni a fare luce anche sulle esternalità negative prodotte sui diversi Capitali che influenzano. Sebbene possa apparire controproducente, l'IR in realtà fornisce un'occasione all'impresa di spiegare e descrivere il suo impegno nel cercare di mitigare gli effetti negativi del suo operato, aumentando in questo modo il suo grado di legittimità nei confronti dell'ambiente esterno e della comunità.

L'esistenza dell'*Integrated Report* in una impresa permette alla stessa di avere un'attenzione maggiore agli interessi e alle aspettative di una ampia varietà di *stakeholder*. Questo aspetto potrebbe determinare numerosi benefici per l'impresa tra cui quella di rispondere alle istanze degli interessi legittimi di ciascun portatore di interesse, superando le limitazioni delle *disclosure* finanziarie che tendono a non includere informazioni rispondenti ai bisogni di *stakeholder* diversi dai portatori di capitale finanziario. In questo modo l'impresa si avvicina ai suoi interlocutori, in quanto fa trasparire, attraverso la comunicazione, un interesse maggiore nei loro confronti. Il miglioramento dei rapporti, insieme alle informazioni sulle scelte operate da una impresa, facilitano in alcuni casi la risoluzione, in altri attutiscono gli effetti, dei conflitti di interessi tra diversi gruppi

[40] Eccles R., Ioannauanf I., Serafeim G., "The impact of Corporate Sustainability on Organizational Process and Perfomance". HBS, 2012

di *stakeholder*. Ciò può avvenire perché l'impresa motiva una scelta, rende partecipe e coinvolge il suo interlocutore, che, anche se in disaccordo, avrà modo di comprendere la legittimità delle azioni e sarà portato ad accettarle con più facilità. L'implementazione dell'IR in questo senso, potrebbe quindi rappresentare una soluzione al problema del bilanciamento tra il gruppo dei portatori di capitale finanziario e gli altri *stakeholder*. Secondo il Principio della connettività delle informazioni, l'IR non crea bensì rende nota l'interdipendenza tra informazioni di natura differente, mediante una visione d'insieme del processo di creazione di valore. Nello specifico, è in grado di legare le informazioni di carattere finanziario a quelle di carattere non finanziario, le une, di interesse prevalentemente degli *shareholders*, le altre, generalmente poste dagli stessi ad un piano inferiore rispetto alle seconde, ma rilevanti per gli altri *stakeholder*. In questa dinamica, l'IR, connette le informazioni sui diversi Capitali di cui l'impresa si serve e soddisfa il bisogno degli *stakeholder* di conoscere come l'impresa ne modifichi il valore. Allo stesso tempo l'IR rende rilevanti per gli *shareholders* le informazioni non finanziarie fondamentali per comprendere se la *performance* finanziaria del capitale da loro conferito, possa essere sostenibile nel breve, nel medio e nel lungo termine.[41] Questo strumento di *disclosure* risulta avere quindi una grande potenzialità, quella di risolvere alcuni conflitti evidenziando una comunanza di interessi, soprattutto se si considera un orizzonte temporale lungo. Al contrario, è possibile affermare che al ridursi dell'orizzonte temporale di riferimento, si verifichi un aumento della divergenza tra i vari interessi in gioco e di conseguenza perché le politiche della società soddisfino i diversi portatori di interesse, è necessario che gli investitori abbiano un'ottica di lungo periodo e che non si concentrino solo sui risultati annuali o trimestrali della società. È pertanto compito di chi redige il *Report*, essere in grado di utilizzare questo strumento per facilitare l'utente nel creare profonde connessioni tra

[41] King M., Roberts L., Integrate: Doing Business in the 21st Century. Juta, 2013

informazioni chiave per le decisioni nel processo di investimento, avere una visione chiara della strategia dell'impresa e nel permettere di conoscere e tenere in considerazione rischi ed opportunità quantificabili e di lungo periodo.[42] L'*Integrated Report* è pensato per essere uno strumento comunicativo utile a tutte le categorie di investitori e società, indipendentemente se questi siano interessati ad avere profitti nel breve o nel lungo termine o se siano effettivamente interessati che il profitto sia generato secondo azioni socialmente responsabili o no. Nella realtà però, non sempre questo accade. Si ritiene infatti che non tutte le categorie di pubblico, come anche non tutte le organizzazioni, apprezzino il Report e che addirittura alcuni ritengano le informazioni una minaccia o, nel migliore dei casi, inutili.[43] Gli investitori orientati al breve termine sono interessati a comunicazioni con lo stesso orizzonte temporale, prevalentemente riguardanti l'ultimo anno o l'ultimo trimestre, per poi prevedere la performance futura a breve della società. Essendo queste le informazioni rilevanti per questo tipo di investitori, è lecito porsi la domanda su quale sia il rapporto tra questi ultimi, che ragionano con un'ottica di breve termine, e le informazioni che sono contenute all'interno dell'IR. Le società orientate al breve periodo cercano di creare valore finanziario a breve termine e affinché questo avvenga, spesso decidono di aumentare il valore del Capitale finanziario a discapito delle altre classi di Capitali. Il *Consultation Draft* si esprime chiaramente su questa materia e constata come sia difficile che il valore possa essere generato attraverso la massimizzazione di un Capitale e la penalizzazione degli altri. Nello specifico è possibile generare valore in questo modo, ma è da considerarsi non sostenibile, momentaneo ed il processo di *Value-Creation* orientato al breve termine.[44] Per quale motivo allora una società avrebbe interesse a comunicare secondo i criteri del Framework dell'IIRC se adotta questo

[42] UBS Investment Research, What is "Integrated Reporting"?. 2012
[43] Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., Integrated reporting: concepts and cases that redefine corporate accountability, Springer International Publishing Switzerland, 2013
[44] IIRC, Consultation Draft, 2013

genere di politica? Se applicato in modo corretto, il Report evidenzierebbe che la crescita di valore del Capitale finanziario è imputabile ad un decremento di quello di un'altra tipologia di Capitale con delle conseguenze sulle previsioni della performance e sull'abilità dell'organizzazione di continuare a produrre valore nel lungo periodo. Sebbene l'IIRC incoraggi un certo tipo di azioni da parte di una impresa e offra uno strumento per comunicarle adeguatamente all'esterno, per lo stesso motivo disincentiva alcune tipologie di organizzazioni alla sua implementazione, determinandone quindi un'applicazione limitata e settoriale, risultato ben distante da quello che l'IIRC ha fissato come obiettivo. Nell'adozione dell'*Integrated Report* come strumento di comunicazione societaria vi sono inoltre altre sfide che devono essere considerate. Le società che vogliono adottare questo tipo di comunicazione, non possono contare su un unico *Framework* accettato al livello globale che possa indicare cosa inserire e cosa non inserire all'interno del Report Integrato. A questa problematica si aggiunge che esistono diversi standard per la misurazione e la rendicontazione delle informazioni non finanziarie oltre all'IR, sebbene nessuna di queste risulta essere adottato universalmente dalle organizzazioni. L'Integrated Reporting è una pratica in una fase di sviluppo e di cui si rileva una diffusione ancora lenta e limitata a specifici paesi del globo. Di seguito, sono riportati alcuni dati sulla diffusione attuale di questa pratica di reporting aziendale.

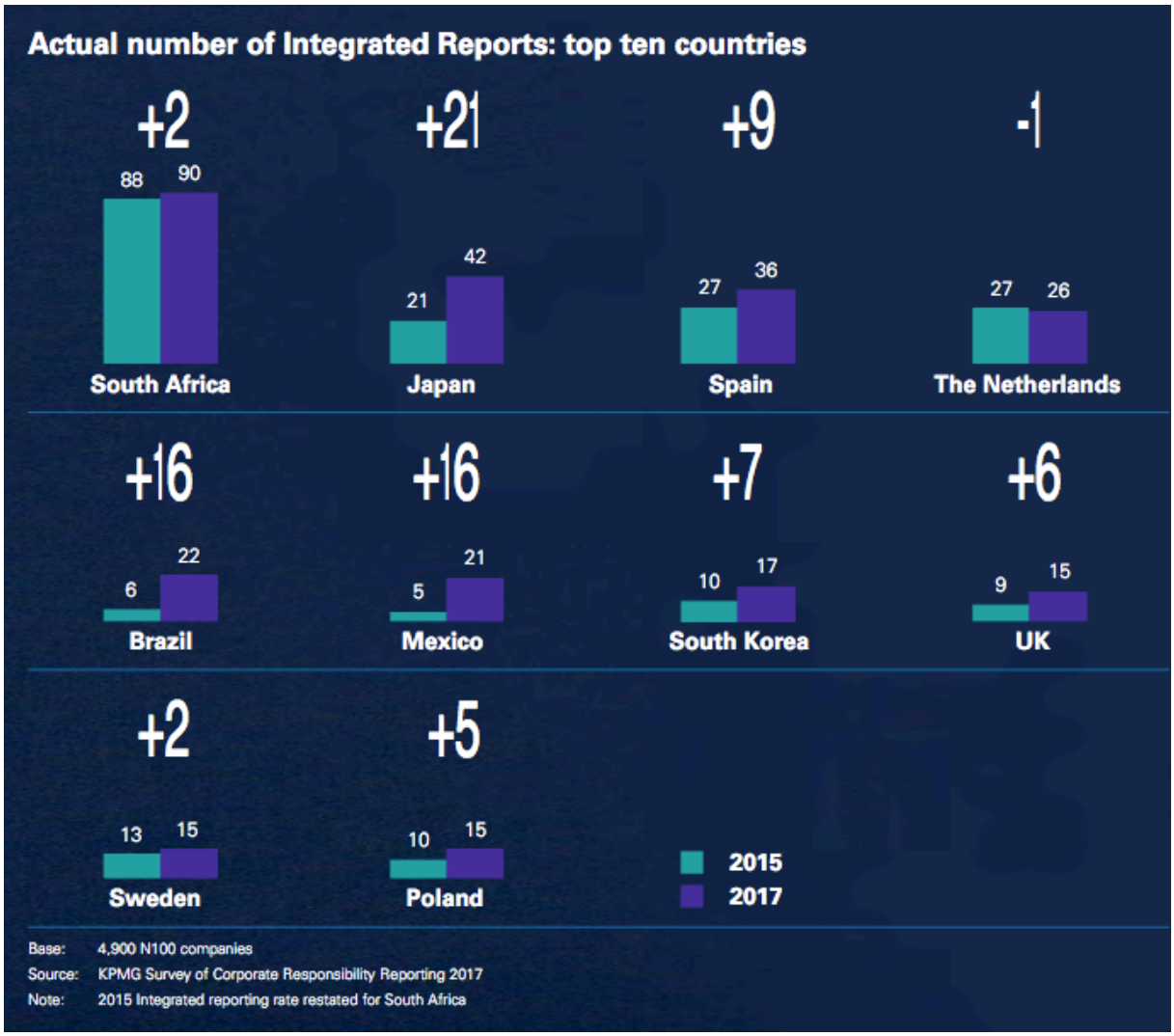


Figura 4. The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017, pag. 24

Oltre al corretto funzionamento, la diffusione di uno strumento rappresenta un aspetto estremamente importante in quanto, questo valore è indice di quanto lo strumento sia compreso e vicino alle esigenze dei suoi utenti.

L'insieme di questi aspetti impattano direttamente sulla comparabilità delle diverse organizzazioni in termini di performance e rendono l'IR di uso non immediato e difficile da consultare nelle decisioni di investimento. Infine un'altra criticità, non propria del Report Integrato, ma di molti strumenti comunicativi dello stesso genere, è rappresentata dalla impossibilità per l'utente di poter contare su un controllo esterno dei contenuti del Report. Nell'ambito dei report finanziari

obbligatori, le informazioni sono sottoposte a rigidi controlli di auditor esterni e poiché ciò non avviene con lo stesso rigore nel caso del Report Integrato, è possibile che sorgano delle domande sull'affidabilità delle informazioni riportate dalle società.

Capitolo 3. L'Integrated Report come risposta alle domande del Mercato. La qualità delle informazioni nell'IR e l'influenza sulla performance finanziaria

"Focus more on long-term value creation rather than short-term dividend payouts; be open and transparent about growth plans; and focus on environmental, social and governance factors because they have "real and quantifiable financial impacts."

-Laurence Fink, Chairman and Chief Executive Officer of BlackRock, Letter to CEO's of the S&P 500 companies and Europe's largest corporations.

Finora è stato descritto *l'Integrated Report* come uno strumento capace di creare un corpus unico, in grado di inglobare informazioni eterogenee ma fondamentali per avere una visione di insieme su una organizzazione e sul suo modus operandi nel corso del tempo.

Per un'analisi come strumento comunicativo, è opportuno approfondire quali sono le esigenze e le richieste di informazioni che l'IR soddisfa, per chi è stato creato e, soprattutto, capirne le grandi potenzialità e sempre più ampie applicazioni nelle decisioni di investimento. Sebbene il Report possa essere utilizzato da tutti gli stakeholder dell'impresa, nasce come frutto dell'evoluzione della reportistica finanziaria e di conseguenza, come anche ribadito nel testo del Framework: "Lo scopo principale di un Report Integrato consiste nel dimostrare ai fornitori di capitale finanziario come un'organizzazione è in grado di creare valore nel tempo." Questa proposizione presente nelle prime pagine del testo pone, quindi, chiarezza sull'interlocutore principale dell'informativa, rendendolo destinatario di una dimostrazione sul modo di operare dell'organizzazione. Successivamente, il Framework ribadisce come l'IR offra dei "vantaggi a tutti gli stakeholder interessati alla capacità di un'organizzazione di creare valore nel tempo"[45]. Si ritiene quindi importante concentrarsi sul primo rapporto, tra l'IR e

[45] International Integrated Reporting Council (IIRC), Il Framework IR internazionale, 2013

l'insieme di investitori, per comprendere se effettivamente lo strumento è adatto per comunicare con questa tipologia di pubblico.

3.1 L'interesse del Mercato nelle informazioni non finanziarie

Nel I capitolo è stato introdotto come nel corso degli ultimi decenni vi sia stato un crescente interesse nei confronti di una varietà più ampia di informazioni riguardanti la vita dell'impresa e che le informazioni di carattere finanziario non siano più sufficienti per prendere decisioni sia da parte delle imprese, sia da parte degli investitori. Risulta importante però corroborare questa tesi con dei dati empirici che possano quantificare e provare l'effettivo interesse del mercato nelle informazioni che riguardano le politiche e le performance ESG (*Environmental, Social, Governance*) contenute nelle *Non-Financial Disclosure.* In quest'ottica, uno dei lavori più eloquenti, è stato pubblicato da Morgan Stanley nel 2011 e realizzato da Robert Eccles, George Serafeim della Harvard Business School e Michael Krzus della Mike Krzus Consulting[46]. Lo studio è basato su una raccolta dati dalla piattaforma di Bloomberg riguardante le "*non-financial metrics*" ed un numero di ricerche, e quindi l'accesso ai dati, di una determinata metrica in un periodo che va dalla fine del 2010 alla fine del mese di Aprile del 2011. Le osservazioni, o ricerche (chiamate "*hits*"), sono state circa 44 milioni su un campione di 247 metriche non finanziarie. Seppure gli autori non abbiano la possibilità di comprendere l'uso che viene fatto dei dati ricercati, il numero delle ricerche rimane in ogni caso significativo e rappresentativo, in quanto è un segnale di interesse di investitori professionali che impiegano del tempo e dell'impegno per ricercare questo tipo di informazioni. I risultati dello studio sono riassunti nella tabella 3 tratta dall'articolo (Figura 5).

[46] Eccles R.G., Krzus M.P., Serafeim G., Market Interest in Nonfinancial Information, Journal of Applied Corporate Finance, Morgan Stanley, 2011

Table 3 **Global Market Interest**

Variable	Category	Hits
ESG Disclosure Score	DISCLOSURE	2,395,230
GHG Scope 1	ENVIRONMENTAL	1,520,488
Governance Disclosure Score	DISCLOSURE	1,337,078
Environmental Disclosure Score	DISCLOSURE	1,238,417
GHG Scope 2	ENVIRONMENTAL	1,067,085
Social Disclosure Score	DISCLOSURE	978,541
Total GHG Emissions	ENVIRONMENTAL	920,170
% Independent Directors	GOVERNANCE	899,148
GHG Scope 3	ENVIRONMENTAL	890,932
Direct CO_2 Emissions	ENVIRONMENTAL	781,569
Size of the Board	GOVERNANCE	735,853
Carbon Disclosure Leadership Index Score	CDP	732,102
Scope 1 Activity Emissions Globally	CDP	729,630
Number of Independent Directors	GOVERNANCE	651,913
Verification Type	ENVIRONMENTAL	645,330
UN Global Compact Signatory	ENVIRONMENTAL	606,998
Total CO_2 Emissions	ENVIRONMENTAL	583,403
Board Meeting Attendance %	GOVERNANCE	540,427
Number of Board Meetings for the Year	GOVERNANCE	519,099
CEO Duality	GOVERNANCE	508,482

Figura 5. Eccles R.G., Krzus M.P., Serafeim G., Market Interest in Nonfinancial Information, Non Financial Information of Greatest Interest

Nella terza colonna della tabella sono elencati il numero delle ricerche e ai primi posti si trovano le metriche che riguardano il *Disclosure Score* ovvero il punteggio che gli analisti di Bloomberg assegnano a ciascuna società dopo aver analizzato i suoi strumenti di comunicazione societaria. Gli analisti valutano nello specifico il grado di trasparenza con il quale l'impresa comunica con l'ambiente esterno nelle varie comunicazioni ed in base a questo assegnano un punteggio visibile degli utenti della piattaforma Bloomberg. Tra le prime posizioni risultano l'ESG *Disclosure Score* che dà una valutazione comprensiva sulla trasparenza delle metriche ambientali, sociali e di *governance*, e successivamente vi sono le variabili riguardanti le singole metriche, *Environmental Disclosure Score, Social Disclosure Score e Governance Disclosure Score.* Gli *score* sopra citati non

rappresentano metriche di performance e perciò non giudicano se la società ottiene dei risultati a seguito delle politiche che persegue, bensì indicano quanto una società sia capace di comunicare in modo trasparente e comprensivo il suo operato in termini non finanziari e qualitativi. Ciò che, quindi, emerge da questi dati è che gli investitori sono interessati a ricevere informazioni complete, una visione d'insieme sulle società sulle esternalità prodotte dall'impresa nel processo di creazione del valore. Le motivazioni per cui gli investitori ricercano questo tipo di informazioni, secondo gli autori, sono probabilmente legate al fatto che a parità di altre condizioni, è probabilmente percepito come meno rischioso, investire in una società più trasparente, in quanto vi è meno incertezza sulla sua capacità di raggiungere gli obiettivi attesi in termini di performance finanziaria. Si ritiene infatti che se la società applica un "ESG management" in modo efficace sarà capace di individuare opportunità di ricavo, di riduzione dei costi e riuscirà a minimizzare la possibilità di imbattersi in sanzioni e cause legali. Un ulteriore approfondimento dello stesso studio, riporta i dati riguardanti l'interesse degli investitori in *equity* e di quelli che investono in strumenti a reddito fisso (*fixed income*) (Figura 6). È interessante notare come sono solo sette le variabili che hanno in comune, di cui quattro riguardanti la *governance* delle società e tre riguardanti la trasparenza delle comunicazioni societarie su tematiche ESG, tra cui l'ESG *Disclosure Score* al primo posto per ricerche. Inoltre, gli investitori in *equity* ricercano maggiormente le informazioni che riguardano l'ambiente rispetto agli investitori *fixed income* (le prime 11 metriche su le 20 più ricercate riguardano l'ambiente). Eccles, Krzus e Serafeim ritengono che l'interesse di chi investe in *equity* in tali metriche è probabilmente rappresentativo della preoccupazione generata degli effetti economici negativi dell'inquinamento nel lungo termine, dai costi legati alla tassazione sulle emissioni di gas serra e anche dai possibili investimenti in conto capitale nel caso in cui la regolamentazione richiedesse alle imprese di adeguare i propri impianti ai limiti sulle emissioni.

Secondo i dati sopracitati gli *shareholder* delle società che effettuano questo genere di ricerche, sono preoccupati dalle esternalità negative generate dalle imprese sull'ambiente, in quanto capaci di influenzare il prezzo dell'*equity*, mentre è possibile riscontrare un interesse minore da parte degli investitori *fixed income* per queste metriche, probabilmente perché gli stessi effetti, non impattano direttamente sulla capacità delle società di adempiere alle obbligazioni nei confronti dei detentori dei suoi titoli obbligazionari. Un altro aspetto di fondamentale importanza è rappresentato dai *Disclosure Score*, che nel caso degli investitori in *equity* occupano le prime posizioni. Questo genere di investitore è interessato alla redditività odierna, alle prospettive di crescita futura del business e alla sostenibilità della performance, poiché da questa deriva il valore dello strumento su cui ha investito. È pertanto estremamente interessato all'informazione non finanziaria e soprattutto alla qualità e al grado di trasparenza con cui questa è presentata, in quanto la trasparenza, può essere considerata un *proxy* della qualità del management che influenza direttamente la performance finanziaria di una organizzazione[47]. È infatti verosimile pensare che i direttori di impresa più capaci siano anche più confidenti nel fornire informazioni sulla *performance* per cui sono direttamente responsabili.

[47]Goldman Sachs Global Investment Research, GS SUSTAIN: Challenges in ESG disclosure and consistency, 2009

Table 9 **Market Interest by Asset Class**

Equity	Hits	Fixed Income	Hits
ESG Disclosure Score	2,097,700	ESG Disclosure Score	214,591
GHG Scope 1	1,359,862	% Independent Directors	86,641
Governance Disclosure Score	1,269,621	Total Waste	78,366
Environmental Disclosure Score	1,181,854	Total CO_2 Emissions	68,695
GHG Scope 2	1,042,533	Total Energy Consumption	66,968
Social Disclosure Score	920,616	Number of Board Meetings for the Year	63,578
GHG Scope 3	871,697	Community Spending	63,108
% Independent Directors	755,857	Board Meeting Attendance %	61,832
Total GHG Emissions	720,775	% Women on Board	60,496
Carbon Disclosure Leadership Index Score	683,447	Number of Employees - CSR	56,367
Direct CO_2 Emissions	626,252	Governance Disclosure Score	54,807
Size of the Board	624,212	CEO Duality	54,723
Verification Type	600,494	Size of the Board	54,307
Scope 1 Activity Emissions Globally	591,031	Business Ethics Policy	54,298
UN Global Compact Signatory	560,061	Fair Remuneration Policy	52,964
Number of Independent Directors	551,236	CO_2 Intensity	51,881
Total CO2 Emissions	493,654	Employee Turnover %	51,573
Scope 2 Activity Emissions Globally	463,851	Environmental Fines	50,531
Board Meeting Attendance %	427,776	Waste Recycled	49,879
CEO Duality	424,538	% Women in Management	48,813

Figura 6. Eccles R.G., Krzus M.P., Serafeim G., Market Interest in Nonfinancial Information, Market Interest by Asset Class

Per rimarcare e definire meglio in cosa consista effettivamente l'interesse del mercato nelle informazioni non finanziarie, gli autori dello studio hanno ulteriormente approfondito la ricerca dividendo il campione in tipologie di enti, individuando tre gruppi e concentrando su di essi l'analisi: Società assicurative, Fondi pensione e *Hedge Funds* (Figura 7). Gli esempi forniti non hanno intenzione di descrivere l'intero campione, bensì di isolare alcuni gruppi per compararli e comprendere quali esigenze possono celarsi dietro la ricerca di una particolare informazione.

Esaminando le ricerche delle società assicurative si evince come prediligano le metriche rappresentative del grado di trasparenza delle comunicazioni. Considerando le società assicurative professioniste nell'assunzione del rischio, il loro interesse nel fattore trasparenza è una conferma di quanto un alto grado di questa sia segnale di affidabilità e di basso rischio. Gli autori dello studio

sospettano che queste società usino i *Disclosure Score* come *screening* iniziale per selezionare i titoli da detenere nei propri portafogli, non lasciando spazio a strumenti legati a società con scarse performance su queste metriche.

Una caratteristica distintiva dei fondi pensione è, invece, il loro interesse nel ricercare informazioni riguardanti la *Governance* delle organizzazioni, probabilmente legata al fatto che i fondi pensione tendono a legarsi ed interagire con il management delle società in cui investono nell'ottica di evitare che prenda delle decisioni sbagliate e che riducano il valore per gli *shareholders*[48].

Di grande importanza sono infine i dati riguardanti gli Hedge Fund. Questi fondi speculativi operano con l'obiettivo di offrire ai propri investitori dei rendimenti assoluti positivi, indipendentemente dall'andamento del mercato. I fondi hedge quindi operano cercando di azzerare il rischio di mercato con strategie che, ad esempio, prevedono l'acquisto di titoli sottovalutati e la vendita allo scoperto di titoli sopravvalutati. La chiave della loro capacità di identificare anomalie ed errori di *pricing* sta nell'elaborazione delle informazioni reperite sulle società in cui è possibile investire e nello sfruttamento della maggiore capacità di reperirle rispetto al resto del mercato. È un dato di fatto che i fondi speculativi investono molte risorse nella raccolta di informazioni, che risultano sempre il più eterogenee possibile. A prova dell'interesse variegato degli hedge funds, tra le prime posizioni in tabella (Figura 7), vi è una metrica per ciascun macro-argomento, questioni ambientali, sociali e di *governance*, e risulta interessante, ma non una novità, come queste metriche siano gli *Score ESG*. I fondi speculativi, a differenza delle compagnie assicurative, riconoscono nella carenza di trasparenza un'opportunità di guadagno che si concretizza nel caso in cui l'incertezza generatasi sul mercato, porti a degli errori da parte dello stesso nel prezzare correttamente gli strumenti. *Score* bassi, come precedentemente detto, sono sintomo di scarsa affidabilità e spesso capita che a causa dell'avversione al rischio

[48] Holmstrom, Bengt, Steven N., Kaplan. The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?, 2003

del mercato, alcuni strumenti risultino sottovalutati proprio per l'incertezza creata dalla mancanza di trasparenza.

Table 10 **Market Interest by Firm Type**
Panel B: Insurance firms, pension funds, and hedge funds

Insurance firms	Hits	Pension funds	Hits	Hedge funds	Hits
Governance Disclosure Score	588,839	Governance Disclosure Score	144,733	Environmental Disclosure Score	161,850
ESG Disclosure Score	586,212	% Independent Directors	126,299	ESG Disclosure Score	72,368
Social Disclosure Score	585,824	CEO Duality	124,244	Total Energy Consumption	60,428
Environmental Disclosure Score	585,506	UN Global Compact Signatory	116,803	Social Disclosure Score	57,238
% Women on Board	28,871	UN PRI Signatory	101,142	Governance Disclosure Score	54,742
Size of the Board	13,598	Social Disclosure Score	48,138	Number of Employees - CSR	44,221
% Independent Directors	13,404	ESG Disclosure Score	40,689	Size of the Board	39,461
Number of Independent Directors	13,231	Environmental Disclosure Score	35,318	Number of Independent Directors	39,152
Number of Employees - CSR	13,025	Board Meeting Attendance %	25,727	Number of Board Meetings for the Year	34,329
Business Ethics Policy	10,726	Size of the Board	20,230	% Independent Directors	33,216
CEO Duality	10,712	Number of Board Meetings for the Year	20,112	Water Consumption	32,641
Number of Board Meetings for the Year	10,078	Number of Independent Directors	19,458	Climate Change Policy	31,836
% Women in Management	9,954	Audit Committee Meetings	19,359	% Women in Workforce	30,628
CO_2 Intensity	9,365	Board Average Age	18,070	% Women in Management	28,766
Board Average Age	7,821	Business Ethics Policy	17,373	GRI Criteria Compliance	27,229
Employee CSR Training	7,602	Human Rights Policy	9,512	Carbon Dioxide Intensity per Employee	27,153
Waste Reduction Policy	7,581	Health and Safety Policy	9,242	Energy Intensity per Employee	27,111
Sustainable Packaging	7,557	CO_2 Intensity	9,185	% Women on Board	27,108
Health and Safety Policy	7,553	% Women on Board	8,880	Training Spending per Employee	26,710
Climate Change Policy	7,548	% Women in Management	8,476	Energy Efficiency Policy	26,161

Figura 7. Eccles R.G., Krzus M.P., Serafeim G., Market Interest in Nonfinancial Information, Market Interest by Firm Type

Lo studio di Eccles, Krzus e Serafeim, ha dato forma a definizione agli argomenti più ricercati e di interesse maggiore tra le informazioni di carattere non finanziario, ma non conoscendo l'uso che ne viene fatto e solo ipotizzandolo, non può asserire con certezza quanto concretamente le informazioni vengono utilizzate nelle decisioni di investimento. Al contrario, possono essere fatte considerazioni differenti per quanto riguarda il grande interesse del mercato nei punteggi sulla trasparenza delle comunicazioni societarie. Come precedentemente considerato, gli *Score* non offrono informazioni sugli argomenti a cui fanno riferimento, ma giudicano l'affidabilità e la completezza di una determinata

disclosure societaria. Seppur per motivi differenti, a seconda della tipologia di investitore, la completezza e quindi la qualità della comunicazione, rappresenta una delle variabili non finanziarie più importanti ed influenti nelle decisioni di investimento.

Con il crescere della domanda di metriche riguardanti la performance ESG e l'affidabilità della comunicazione non finanziaria delle organizzazioni, è cresciuta allo stesso modo l'attività di reazione di report e *ratings* per la misurazione di questi fattori e per poter comparare società diverse lungo periodi temporali differenti. Esistono quindi numerosi fornitori di dati ESG e ciascuno di essi differisce dall'altro per metodologia di misurazione, focus e copertura delle tematiche ESG[49]. Tra i più utilizzati si ricordano: Bloomberg ESG Data Service, Corporate Knights Global 100, DowJones Sustainability Index (DJSI), Institutional Shareholder Services (ISS), MSCI ESG Research, RepRisk, Sustainalytics Company ESG Reports, e Thomson Reuters ESG Research Data. Una così vasta scelta di framework di riferimento è il segnale di un sempre maggiore interesse per queste tematiche e di un tentativo di soddisfare le nuove esigenze di informazione del mercato. Tuttavia, questo panorama così frammentato potrebbe mettere in difficoltà l'investitore e creare confusione a causa delle differenze tra le varie metodologie di valutazione della performance. Essendo differente il criterio di valutazione, si verifica che i risultati elaborati da un gruppo di società fornitrici di dati ESG su uno stesso campione di imprese, differiscano significativamente tra di loro e forniscano ranking differenti.[50] Un lavoro del MIT Sloan School of Management dimostra come in un dataset di cinque diverse società di rating ESG, le correlazioni tra i punteggi su 823 società diverse erano in media 0,61, mentre se si correlano i credit rating tra due società come ad esempio Moody's Investor Service e S&P Global Ratings si otterrebbe

[49] Huber B.M., Comstock M., Polk D., ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2017

[50] Berg F., Koelbel J. F., Rigobon R., Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, MIT Sloan School of Management, 2019

un valore di 0,99.[51] L'assenza di uniformità può generare quindi confusione e complicare ulteriormente le decisioni di investimento invece che semplificarle. I fornitori di dati e rating ESG, a differenza delle società che si concentrano su dati finanziari, non sono sottoposti a regolamentazione e di conseguenza hanno una visione soggettiva e difficilmente comparabile. Sebbene questo possa essere apparentemente un limite, in una fase di sviluppo che precede quella della standardizzazione, la competizione tra diversi framework può evidenziarne punti di forza e punti di debolezza, favorendo un processo di crescita per l'intero settore.

3.2 Integrated Reporting, una possibile risposta delle organizzazioni alle istanze del mercato

Lo studio di Eccles, Krzus e Serafeim, si concentra sulla raccolta dei dati riguardanti la ricerca delle informazioni non finanziarie da parte degli investitori e cerca di identificare quali siano le più rilevanti per il mercato. Dall'analisi di questo studio è possibile formulare diverse osservazioni. I dati riportati dall'uso della piattaforma Bloomberg sostengono le ragioni dell'affermazione generale secondo la quale il mercato abbia interesse in informazioni diverse da quelle quantitative e finanziarie. La portata di questa nuova richiesta e la comparazione con la domanda di dati finanziari però denota come non si parli di una totale sostituzione, bensì di una integrazione dell'informativa finanziaria, che da sola non è più in grado di soddisfare i nuovi bisogni degli agenti del mercato. Un ulteriore *insight* che emerge dai dati, è che si denota una rilevanza delle metriche indicanti trasparenza e completezza dell'informativa e l'interesse del mercato per quest'ultime, rappresenta il bisogno degli investitori, non solo di dati sulle performance ESG, ma anche quello di ottenere una rassicurazione sull'affidabilità e la completezza di quelle stesse informazioni riportate dalle organizzazioni.

[51] Poh J., Conflicting ESG Ratings Are Confusing Sustainable Investors, Bloomberg News Article, 2019

Risulta perciò fondamentale per le organizzazioni comprendere questa istanza del mercato ed attraverso un discorso critico e cercare di migliorare l'eterogeneità e la trasparenza della propria comunicazione per venire incontro ai propri portatori di capitale. L'analisi dell'interesse per classe di attività (*Asset Class*) porta invece a distinguere il gruppo investitori e ne evidenzia le diverse esigenze nei termini dell'orizzonte temporale della valutazione di investimento. In particolar modo evidenzia un bisogno da parte del mercato, di informazioni che abbiano una rilevanza sia nel breve-medio (*fixed income*) che nel medio-lungo termine (equity). Nel caso specifico degli investitori in equity, l'istanza si concentra soprattutto sulle informazioni che hanno effetti sulla sostenibilità della creazione del valore e questa categoria di portatori di capitale, ha bisogno di ottenere un senso generale e comprensivo di quanto l'organizzazione in cui ha investito, stia tenendo in considerazione nella sua strategia, una visione di lungo periodo. Le organizzazioni, per tutelare e migliorare il rapporto con questa categoria, dovrebbero tenerne conto ed offrire quindi uno strumento che faccia chiarezza sull'orientamento futuro dell'organizzazione. I dati divisi per tipologie di compagnie (compagnie assicurative, fondi pensione e hedge funds) attive sul mercato offrono invece un diverso spunto di riflessione. Seppur per motivazioni differenti, si riscontra un generale interesse riguardo la trasparenza delle informazioni e si rilevano richieste di informazioni su tematiche diverse tra loro. Gli Hedge Funds e le compagnie assicurative operano fruendo di una grande quantità di informazioni in modo da evidenziare i rischi a cui sono esposte le attività in cui investono. Con lo stesso obiettivo, i Fondi pensione, mantengono un interesse generale e si focalizzano invece sulla ricerca di dati sulla *Governance* delle organizzazioni per formulare dei giudizi sull'azione e composizione del management. Con ciò si intende sottolineare che il mercato, cerca allo stesso tempo informazioni eterogenee e specifiche e che ciascun agente ha l'esigenza di raccogliere i dati per poi conseguentemente elaborare dei giudizi sul rischio delle attività che detiene in portafoglio. Le organizzazioni che hanno tra le loro priorità

il rapporto con diverse categorie di investitori, devono quindi garantire loro il set informativo corretto, ma per fare concretamente la differenza, devono anche offrire supporto concreto nel processo di analisi, offrendo già una visione dettagliata sia dei rischi che affrontano nel processo di creazione di valore, sia la loro strategia per affrontarli.

3.3 Il rapporto tra gli investitori e l'Integrated Report: Qualità della disclosure, asimmetria informativa e valore societario

Nella prima parte di questo capitolo, è stato analizzato lo studio di Eccles, Krzus e Serafeim al fine di evidenziare quali fossero le informazioni non finanziare ricercate maggiormente nel mercato. A seguito dello studio del Framework dell'IIRC è possibile anche affermare che lo strumento dell'Integrated Report, se redatto secondo le linee guida, rappresenta una chiara risposta delle imprese che lo adottano alle necessità, non solo dei portatori di capitale finanziario, ma anche di tutti i portatori di interesse. Dalla sua creazione, l'IR ha infatti ottenuto un riconoscimento sempre maggiore in diverse nazioni del globo e da parte di più soggetti che lo hanno ritenuto un efficace strumento per la comunicazione non finanziaria. Tra i riconoscimenti più importanti è possibile ricordare ad esempio quello della Commissione Europea, che nell'Aprile del 2014, all'interno della direttiva sulle questioni ESG ha evidenziato che *l'integrated reporting* è "un passo avanti" rispetto ai requisiti sulle *ESG Disclosure* che la stessa Commissione impone e che "monitorerà con grande interesse l'evoluzione dell'IR e del lavoro dell'IIRC"[52]. Altri riconoscimenti a livello nazionale sono stati dati dall' US *Sustainability Accounting Standards Board* che ha raggiunto un protocollo d'intesa con l'IIRC per accelerare l'implementazione pratica dell'IR, dal CEO della Singapore *Accountancy Commission* che annunciò di voler rendere

[52] European Commission, Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups – Frequently asked questions. Memo/14/301, 2014

Singapore *hub* per *l'integrated reporting* nel Sud-Est asiatico o dal *Chairman* della *Securities and Exchange Board* dell'India che annunciò nel 2014 di redigere delle linee guida sull'IR per le società quotate in India.

Tra i dati riportati precedentemente, è emerso che l'interesse del mercato si concentra sulle metriche che indicano l'affidabilità, il grado di trasparenza e la qualità dell'informativa societaria. Tale fenomeno può essere spiegato dal fatto che, come in ogni dinamica di mercato, vi sono delle controparti con gradi di informazioni differenti. In questo caso, l'investitore ha meno indicazioni rispetto alla società che produce il Report e di conseguenza è interessato a ricevere molte informazioni e con la prerogativa che queste siano affidabili e veritiere[53]. L'asimmetria informativa è un problema presente sul mercato dei capitali ed esiste tra i manager e tutti coloro che sono esterni all'organizzazione. Molte sono le tesi che indicano come una possibile soluzione la produzione di documentazione aggiuntiva rispetto a quella obbligatoria, su base volontaria[54], ma coerentemente con i dati riportati in precedenza, rimane fondamentale che la qualità di uno strumento di *Disclosure* sia elevata per ridurre concretamente la disparità di informazioni ed i suoi effetti negativi. Nonostante la disclosure su base volontaria possa essere una soluzione ai problemi di inefficienza del mercato causati dall'asimmetria informativa, è da evidenziare che i Framework di riferimento, come quello dell'IIRC, lasciano ampie discrezionalità sui contenuti alle società che li redigono e non obbligano le stesse ad inserire informazioni specifiche. Non essendoci obblighi particolari alla redazione di un documento, è logico pensare che una società lo pubblicherà solo nel caso in cui le convenga farlo ed inoltre sarà lecito escludere elementi che indicano una performance

[53] Akerlof, G.A., "The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism", The Quarterly Journal of Economics, 1970

[54] Wyatt, A. (2002), "Towards a financial reporting framework for intangibles – insights from the Australian experience", Journal of Intellectual Capital e Tasker, S.C. (1998), "Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure", Review of Accounting Studies

negativa. Il rischio è che i benefici apportati dagli strumenti come l'IR, possano essere attenuati. I fruitori di questi strumenti comunicativi sono consci della libertà dei redattori e potrebbero temere di trovarsi di fronte ad uno strumento pubblicitario piuttosto che ad uno comunicativo e di conseguenza trattare i contenuti con diffidenza e scarso coinvolgimento.

Per verificare se effettivamente uno strumento comunicativo produce degli effetti economici, si ritiene che lo si debba analizzare in un contesto dove questo sia obbligatorio, in modo da eliminare i benefici che una organizzazione riceve per il fatto di essere la "migliore tra le peggiori". Risulta, infatti, logico che le organizzazioni che fanno disclosure non finanziaria su base volontaria, offrono più informazioni e potrebbero essere ritenute più affidabili per questo, indipendentemente dalla reale affidabilità e trasparenza del contenuto della comunicazione. Risulta molto importante includere nell'analisi il concetto di qualità della comunicazione, di grande interesse per gli investitori, intesa come indice di veridicità, chiarezza dei contenuti e di completezza, per evitare di tenere in considerazione i benefici di operazioni di cosmesi.

Negli ultimi anni diversi studiosi si sono concentrati sulla comprensione dei benefici apportati dall'uso degli strumenti di *disclosure* non finanziaria sia per le organizzazioni che li producono, sia per gli agenti del mercato che ne fruiscono. Di particolare interesse è il lavoro di ricerca di Barth M.E., Cahan S. F, Chen L., Venter E.R., "*The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting"* del 2015. Lo studio analizza gli effetti economici causati dall'adozione dell'Integrated Report in relazione alla qualità di questo strumento comunicativo in un contesto in cui ne è obbligatoria la redazione annuale e la correlazione tra la variazione di questi benefici e l'incremento della qualità dell'*Integrated Report*. L'analisi prende in considerazione dei dati raccolti da società quotate sulla JSE in Sud Africa, dove l'IR è obbligatorio da Marzo 2010. Lo studio utilizza un *proxy* per *l'Integrated Report Quality* (IRQ) costruito dall'EY *Excellence in Integrated Reporting*

Awards. Ernst & Young dal 2011 si occupa di valutare gli IR delle prime 100 società quotate nella JSE su una serie di criteri che si basano sul Framework prodotto dall'IIRC. IRQ misura quanto un report sia conforme al Framework precedentemente trattato e considera il grado di completezza della comunicazione. Un livello qualitativo alto garantisce, quindi, che un'impresa comunichi informazioni con chiarezza, su tutte le questioni rilevanti l'attività di creazione di valore, sia positive che negative, dando una concreta percezione all'investitore del rischio di investimento.

Questo studio inizia con la valutazione gli impatti dell'IR sulla sfera comunicativa dell'impresa e sulla liquidità delle sue azioni. L'asimmetria informativa, come ribadito in precedenza crea degli svantaggi per gli investitori, può generare il fenomeno della selezione avversa che aumenta i prezzi delle azioni, ne riduce la liquidità e aumenta il costo del capitale poiché gli investitori richiedono un premio maggiore perché sia adeguato al rischio.[55] L'IR ha il potenziale di ridurre l'asimmetria informativa in quanto comunica su tutti i capitali utilizzati dell'impresa nel creare valore, ha il dovere di comunicare tutti gli aspetti materiali e lo fa con una visione integrata in cui la connettività delle informazioni è fondamentale. Sebbene anche alcuni CSR Reports comunichino dati relativi ad alcuni dei capitali considerati all'interno dell'IR, questi lo fanno in maniera indipendente e scollegata rispetto alla strategia al modello di business e alla performance finanziaria, cosa che non avviene all'interno del'IR, in grado di fornire una visione olistica all'investitore. Data questa capacità *dell'Integrated Report*, insieme a quella di fornire un elevato numero di informazioni su una società, la ricerca in parola ipotizza che all'aumentare della qualità dell'informativa (IRQ) prodotta da una società, sarà ridotta l'asimmetria informativa e si avrà un incremento nella liquidità delle azioni della stessa. Il

[55] Francis J., Nanda D., Olsson P., Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. Journal of Accounting Research, 2008

Framework IIRC si pone l'obiettivo di migliorare la qualità delle informazioni, promuovere il pensiero integrato per prendere decisioni che producano effetti positivi nel breve, nel medio e nel lungo termine. L'IR inoltre da un ruolo di centralità al concetto di valore, è uno strumento che serve a descriverne il processo di creazione e un'altra ipotesi che si pone questa ricerca e quello di comprendere se possa essere associata un aumento di valore della società ad un aumento dell'IRQ. In questo senso il valore societario può essere influenzato da due fattori: i flussi di cassa attesi (*expected future cash flows*) ed il costo del capitale, ovvero la rischiosità che viene attribuita ai flussi di cassa. I flussi di cassa attesi possono essere influenzati in quanto, tramite l'applicazione del pensiero integrato, viene migliorato il processo di *decision making* interno e ciò porta ad un miglioramento della performance e ad una creazione di ricchezza maggiore[56]. I sostenitori dell'IR sostengono l'idea che questo genere di Report, migliori effettivamente la capacità degli investitori di stimare i flussi di cassa futuri, fornendo una più ampia varietà di informazioni, interconnessa e di qualità elevata.[57] L'IR fornisce agli investitori una percezione del rischio a cui l'attività è esposta ed in che modo il modello di business risponde a tale rischio. Un indice rappresentativo della rischiosità di un'impresa, è il suo costo del capitale, ottenuto sommando al tasso *risk-free*, il premio al rischio dell'attività.

La letteratura suggerisce un legame tra il costo dell'*equity* e la *disclosure* societaria, in particolar modo perché si aumentano le informazioni disponibili e di conseguenza si riduce il fenomeno dell'asimmetria informativa.

Una seconda ipotesi è che l'*Integrated Report* possa sensibilizzare ed aumentare la percezione degli aspetti non finanziari, con il risultato di un aumento del

[56] Eccles R.G., Serafeim G. Corporate and integrated reporting: A functional perspective. tratto da Mohrman S., O'Toole J., Lawler E., Corporate stewardship: Organizing for sustainable effectiveness. Greenleaf Publishing. 2015

[57] Black Sun, Realizing the benefits: The impact of integrated reporting, Black Sun Plc. 2014

numero di investitori ed una maggiore spartizione del rischio tra essi.[58] Secondo il modello di Merton, gli investitori acquistano azioni di cui hanno una maggiore conoscenza in quanto il reperimento di informazioni aggiuntive è un processo costoso per il piccolo investitore.

Il *management* attraverso l'IR può quindi risolvere il problema dei costi di transazione con il risultato di un aumento della base degli investitori ed una riduzione del costo del capitale.

Gli investitori non possono conoscere con assoluta certezza il valore dei ricavi futuri, ma l'Integrated Report ha la potenzialità di ridurre l'incertezza in quanto ha l'obiettivo di spiegare ai fornitori di capitale finanziario come la società crea valore nel breve, medio e lungo termine in una maniera concisa e tenendo in considerazione tutti i capitali utilizzati. (Focus strategico e orientamento futuro).

Lo studio di Barth M.E., Cahan S. F, Chen L., Venter E.R. si è occupato di verificare le seguenti ipotesi:

H1. Un IRQ maggiore porta a maggiore liquidità dei titoli azionari sul mercato.
H2. Vi è una correlazione positiva tra l'IRQ e il valore di una società.
H3. Vi è una correlazione positiva tra IRQ ed i flussi di cassa attesi.
H4. Vi è una correlazione negativa tra l'IRQ ed il costo del capitale.

Per la verifica delle ipotesi, lo studio si è servito di alcune proxy della liquidità, del valore societario, dei flussi di cassa attesi e del costo del capitale. Per quanto riguarda la liquidità è stato scelto come proxy lo spread tra il prezzo bid e ask. Dato che gli investitori non temono la selezione avversa quando vi è poca asimmetria informativa, saranno più propensi a scambiare titoli sul mercato e ciò risulterà in un aumento della liquidità dei titoli ed una riduzione del *bid-ask*

[58] Merton R. C., A simple model of capital equilibrium with incomplete information. The Journal of Finance, 1987

spread[59]. Conseguenza logica è che lo spread tra denaro e lettera sarà indicativo dei livelli di asimmetria informativa nel mercato.[60] Per avere una proxy del valore societario è stata utilizzata la Q di Tobin. Questa misura, che viene calcolata rapportando il valore di mercato di una impresa al costo di sostituzione dei suoi asset tangibili, risulta essere estremamente utile a comprendere se vi sono informazioni su risorse immateriali che hanno influenza sul valore societario. È inoltre opportuno adoperare la Q di Tobin in quanto è in grado di rilevare gli impatti sul valore di mercato del capitale intangibile, trattato all'interno dell'IR, ma che spesso non configura nel valore contabile di una impresa. Un'altra importante caratteristica di questo indice è la capacità di tenere in considerazione sia i flussi di cassa attesi, che i tassi di sconto attesi ed è quindi più rappresentativo del valore di una società rispetto al costo del capitale.[61] Il valore di mercato è stato scomposto in due componenti, flussi di cassa attesi e costo del capitale [62], in modo da tenere in considerazione gli effetti della qualità dell'Integrated Report su entrambi.

I primi risultati dello studio riguardano l'impatto dell'IRQ sull'informazione degli investitori. Gli autori dello studio hanno rilevato una associazione negativa tra l'IRQ e il *bid ask spread* (coefficiente = -0,028) e le società che presentano IR di qualità maggiore, hanno bid ask spread più bassi. Consistentemente con H2 lo studio rileva che il valore societario (Q di Tobin) e l'IRQ sono associati

[59] Secondo quanto riportato dallo studio "*The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting":* "We calculate the bid-ask spread as the natural logarithm of the median of the daily difference between the bid and the ask prices divided by the midpoint from month -9 to +3 relative to the end of the financial period"

[60] Leuz C., Verrecchia R.E., The economic consequences of increased disclosure. Journal of Accounting Research, 2000

[61] Daske H., Hail L., Verdi R., Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences, Journal of Accounting Research, 2008

[62] Calcolati secondo il metodo usato da Botosan and Plumlee, che si basa sulle previsioni, su un orizzonte di un anno, degli analisti finanziari. Botosan C. A., Plumlee M. A., A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. Journal of Accounting Research, 2002

positivamente (coefficiente 0,036) e che ad uno shift interquartile positivo dell'IRQ segue un aumento del 12,6% della Q di Tobin. Ciò porta ad affermare che effettivamente la qualità della disclosure ha un effetto diretto sul valore societario. In coerenza con la distinzione del valore societario nelle componenti di flussi di cassa attesi e costo del capitale, i risultati dello studio evidenziano un'associazione positiva (coefficiente 0,047) e marginalmente significativa (t-stat 1.583) tra l'IRQ e la prima componente. Un aumento interquartile dell'IRQ porta ad un incremento del 5,5% nei flussi di cassa attesi e conferma l'ipotesi 3 dello studio. Per quanto riguarda la componente del costo del capitale, i risultati del modello sono inconsistenti e non offrono sufficienti evidenze per dimostrare un rapporto con l'IRQ. Ciò porta ad affermare che l'Integrated Report influenza il valore societario solamente dal versante del numeratore (*expected future cash flows*) coerentemente con quanto finora detto sull'uso di questo strumento da parte del management e degli investitori.

In questo contesto, viene dimostrata l'abilità di un IR con alti standard qualitativi, di migliorare i processi interni di *decision making*[63] tramite l'adozione del pensiero integrato e contestualmente di fornire gli elementi e le informazioni giuste agli investitori per comprendere e attribuire il valore corretto a queste decisioni.

Questo studio dimostra che il Report Integrato genera numerosi effetti economici positivi e migliora significativamente il processo decisionale di investitori e società. In questo contesto si genera un rapporto positivo tra le controparti, caratterizzato dalla fiducia, nutrita dai portatori di capitale finanziario nei confronti dell'organizzazione (e del management) e ricambiata da questa tramite completezza di informazioni, trasparenza, ma anche performance positive e sostenibili nel tempo. Ne consegue che l'adozione ed il miglioramento al livello qualitativo dell'*Integrated Report* può portare ad un miglioramento del rapporto

[63] Black Sun, Realizing the benefits: The impact of integrated reporting, Black Sun Plc. 2014

tra la società e gli *shareholders* e allo stesso tempo dei vantaggi e dei miglioramenti sul fronte della performance complessiva dell'impresa.

Il contesto analizzato è quello di un paese in cui la redazione dell'IR è obbligatoria ed il campione di imprese è ridotto oltre che proveniente dalla singola realtà sudafricana. Ciò potrebbe portare a considerare i risultati come una evidenza legata al contesto di analisi e quindi le conclusioni non applicabili ad altre giurisdizioni. Questa visione è contrastata dal fatto che, come ricordato dagli stessi autori, il Sud Africa ha una forte tradizione di "common law", una forte tutela dei diritti degli investitori e alti standard qualitativi che riguardano la contabilità. Pur essendo difficile l'ottenimento degli stessi risultati in ogni altro contesto, resta il fatto che lo studio contribuisce a ribadire la forza dell'IR e di strumenti affini ad esso e può rappresentare una spinta per le organizzazioni a redigere questo tipo di documentazione. Allo stesso tempo, evidenze di questo genere, dovrebbero essere tenute in considerazione dalle organizzazioni governative, che possiedono gli strumenti adeguati, rappresentati da leggi, direttive e regolamenti, per dare una spinta concreta al processo di cambiamento sia della comunicazione che del modo di creare valore oggi e domani.

Capitolo 4. Caso Studio "L'adozione dell'IR in ENI S.p.A e l'Annual Report 2019"

4.1 Applicazione dell'Integrated Report nel settore dell'energia

Il settore dell'energia offre un terreno estremamente fertile per l'applicazione dell'*Integrated Report* e nell'ultimo lustro si è verificato un graduale avvicinamento a questo strumento da parte di numerose società attive in questo campo. Ciò è principalmente motivato dal fatto che una società energetica opera in un settore estremamente esteso (estrazione delle risorse, produzione dell'energia, trasporto e distribuzione locale) e di conseguenza si interfaccia con una pluralità di interlocutori che hanno grande interesse nell'attività. Il consumo di energia ed il suo costo, economico, sociale ed ambientale, hanno impatto sulla gran parte della popolazione mondiale che ne fa un uso quotidiano, come anche su tutte le attività economiche che la usano nell'attività di produzione e di trasporto. Sebbene l'attività del settore sia indispensabile per il mondo di oggi, causa attualmente molti problemi a livello ambientale in quanto a questo è infatti imputabile la maggior parte delle emissioni dei gas serra e di altri inquinanti nell'atmosfera. Con tale consapevolezza i management di queste società hanno gradualmente optato per adottare l'IR in modo da poter rappresentare il loro modello di business sostenibile nel dettaglio, presentando il loro processo di creazione di valore nel tempo a tutti i portatori di interesse. L'IR applicato in questo contesto non permette solo di legare le performance finanziarie a quelle non finanziarie, ma rappresenta per le società energetiche la possibilità elevare moralmente la propria attività di fronte al pubblico, dimostrando di gestire e minimizzare concretamente gli impatti negativi sull'ambiente esterno. Per quanto concerne invece l'utilizzo economico dei contenuti dell'IR, la società redige uno strumento utile agli *shareholders*, che al pari degli altri portatori di interesse, comprendono come i problemi sulle tematiche ESG vengono tenuti in

considerazione nei processi decisionali del management e soprattutto come i numerosi rischi del mercato dell'energia, ad esempio legati alla volatilità dei prezzi delle materie prime, sono integrati nella strategia d'impresa. Le società in questo settore hanno sia obiettivi a breve termine e di base, come fornire energia istantaneamente ed in sicurezza, sia un'ottica di lungo periodo e obiettivi strategici come la graduale decarbonizzazione della produzione e la tutela dell'ambiente, l'aumento dell'efficienza produttiva e l'investimento in impianti nuovi e diversificati nelle fonti che utilizzano. L'IR da questo punto di vista è un ottimo strumento per monitorare gli obiettivi di lungo termine, sia internamente che dall'esterno. La sua comparabilità intertemporale è tale per cui permette di comparare le previsioni sull'operato fatte negli anni precedenti, con i risultati perseguiti, valutando così l'abilità dell'impresa di conseguire i propri *goals* e quindi l'affidabilità della sua strategia.

4.2 La Storia di ENI

L'Eni è una Società per azioni che nasce nel 1992 e che trae le origini dall'omonimo ente di diritto pubblico nato nel 1953 sotto la guida di Enrico Mattei. Lo stato italiano istituì questo soggetto al fine di controllare la produzione e la raffinazione degli idrocarburi liquidi e gassosi in Italia. Inizialmente Eni conduceva le sue attività nel Nord Italia e progressivamente si è espansa prima in tutta la penisola e successivamente in molti paesi del globo, diversificando ed estendendo la propria sfera di attività all'industria chimica, metallurgica, nucleare e tessile. La strategia di espansione globale perseguita fu ideata sotto la guida di Mattei e si basa su un sistema di collaborazione tra paese produttore di risorse e società petrolifera. La "Formula Mattei" si basava sulla creazione del capitale relazionale, ovvero tramite accordi e *partnership* tra la società e le comunità locali, sulla creazione del capitale umano tramite la formazione delle comunità, in modo da trasferire le competenze utili per lo sviluppo del business locale e

tramite il sostegno filantropico al territorio in cui Eni opera. Mattei dai suoi primi anni alla guida di Eni si contraddistinse per la capacità di creare accordi con i paesi e i governi che avrebbero potuto ospitare l'attività di Eni, creò dei progetti basati su una comunione di intenti e coinvolgendo i governi nei processi decisionali riguardanti l'estrazione e la produzione di idrocarburi. Vi sono numerosi esempi tra cui l'accordo con il governo egiziano di Nasser del 1954 e l'accordo con lo Shah di Persia Reza Phlevi. Eni assunse quindi una rilevanza anche al livello geopolitico e a testimonianza di questo è da menzionare che nel 1960, siglò un importante accordo con il governo russo che prevedeva l'importazione di greggio in Italia a prezzi estremamente vantaggiosi. Eni ha da sempre agito su un doppio fronte, domestico ed estero. Sin dal 1954 decise di iniziare a consolidare la sua posizione nel mercato italiano acquisendo la Pignone e costituendo la Saipem nel 1957. Nel 1967 acquisì Italgas dando inizio ad un importante serie di acquisizioni e altre partecipazioni societarie: diventa maggiore azionista delle Montedison nel 1968 (fino al 1980), acquisisce la rete di distributori della Shell nel 1974 e acquisisce le partecipazioni dell'EGAM. Per quanto riguarda invece l'attività all'estero, Eni, dopo la crisi petrolifera del 1973, rafforzò la sua posizione internazionale con ulteriori intese e siglò numerose Joint Venture con diverse società petrolifere e con diversi governi per la fornitura di greggio come ad esempio Libia, Egitto, Tunisia, Algeria, Nigeria e Iran. Grazie alla sua attività esplorativa, Eni scoprì e sfruttò dal 1976 su due nuovi giacimenti nel Mare del Nord, superando agevolmente il periodo di difficoltà del mercato del petrolio durante lo shock del 1979 e nel 1983 siglò un nuovo accordo con la Libia riguardante lo sfruttamento del più grande giacimento del mediterraneo (Boùri). Fino al 1992, quando tramite un decreto legge fu trasformata in una società per azioni e quotata alla Borsa italiana (successivamente al NYSE nel 1995), continuò la sua attività di focalizzandosi sul core business del petrolio e del gas metano ed utilizzando sempre più giacimenti sia in Italia (Val D'Agri) che in altre zone del globo (Golfo del Messico e Africa). Negli anni 90, Eni si trova ad affrontare una

crisi dovuta a quella asiatica, diffusasi a livello globale tramite un effetto domino. A tale crisi, al pari delle altre società del settore energetico, Eni avvia un processo di concentrazione tramite fusioni e acquisizioni (ad esempio Agip nel 1998), al fine di acquisire nuovi giacimenti ed aumentare le attività di ricerca di nuovi siti. Nei primi anni 2000 affrontò dei cambiamenti dovuti alle direttive dell'Unione Europea, alla liberalizzazione del mercato dell'energia elettrica, a cui rispose creando EniPower, mentre nel comparto metanifero Eni perse la sua posizione di monopolista nell'importazione e nella distribuzione del gas. Negli stessi anni, circa il 70% delle azioni passa in mano di privati, la società trasforma le altre 'caposettore' create precedentemente, in proprie divisioni aziendali ed inizia un nuovo processo di internazionalizzazione. Tramite le sue attività di ricerca, avvia lo sviluppo di un giacimento di petrolio kazaco, il più grande degli ultimi trenta anni, istituisce una Joint Venture con Gazprom per il trasporto di gas dalla Russia alla Turchia. Dalla metà degli anni 2000 Eni crebbe ulteriormente nel settore del petrolio e del gas e rafforzo la sua leadership nel mercato mondiale e soprattutto europeo. Dal 2007 Eni iniziò una transizione energetica con l'obiettivo di aumentare il suo ricorso alle energie rinnovabili e avvia collaborazioni con alcuni enti di ricerca come l'Istituto Donegani e l'MIT per lo sviluppo di tecnologia nel campo delle fonti di energia non convenzionali e tecnologie solari avanzate. Nell'ambito della transizione energetica di Eni, due pietre miliari sono rappresentate dalla conversione nel 2014 della raffineria di Porto Marghera in una bioraffineria, che trasforma materie prime di origine biologica in biocarburanti, come anche la creazione nel 2017 di Eni New Energy, che ha l'obiettivo di creare impianti di energia rinnovabile sviluppati. Eni ha cambiato il suo modello di business, scegliendo la sostenibilità come approccio principale, optando per un'ottica di lungo termine, concentrandosi sull'innovazione e sulla creazione di valore non solo per sè stessa, ma anche per i paesi e gli organi con cui si trova a operare.

4.3 Le origini del Reporting Integrato di Eni

Eni, negli ultimi tredici anni ha avviato un importante processo di trasformazione nel suo modo di operare e coerentemente ha deciso di modificare anche il modo ed i mezzi con cui racconta il proprio business. La società ha iniziato il suo percorso di "*integration"* del reporting societario nel 2010, a seguito del grave incidente della piattaforma della Deepwater Horizon, nel golfo del Messico, che ha sensibilizzato da una parte l'opinione pubblica mondiale, sui possibili impatti negativi delle attività di estrazione di idrocarburi e dall'altra ha mostrato gli effetti concreti sulla performance economica e sulla reputazione di una impresa, di errori nella gestione non corretta degli aspetti non finanziari delle operazioni. Eni ha conseguentemente compreso che per ottenere sia dei benefici in termini di reputazione, sia per l'esigenza di comunicare ai suoi portatori di interesse l'approccio di gestione integrata di aspetti finanziari e non finanziari, avrebbe dovuto trovare un nuovo modo di informare i propri portatori di interesse. Questi fattori, insieme all'evoluzione in termini di leggi e regolamenti sulle pratiche di contabilità in Europa e negli Stati Uniti, hanno portato Eni a pubblicare il primo Integrated Report, sotto forma di un Annual Report non conforme a nessun framework, nel quale venne integrato il report di sostenibilità che, per i precedenti quattro anni, era stato pubblicato in forma indipendente. Tale caratteristica porta a non considerarlo quindi un vero e proprio Report Integrato, bensì ad un Report Combinato, nel quale pur essendo presenti dati non finanziari sufficienti, non sono opportunamente commentati e collegati con la performance finanziaria. Dal 2011, Eni ha aderito al *Pilot Program* lanciato dall'IIRC, un programma nato per dare la possibilità alle organizzazioni che ne fanno parte, di contribuire allo sviluppo del *Framework* e di dimostrare una leadership globale in questa branca emergente del *reporting* societario. La società ha preso una simile decisione con due obiettivi: mettere a disposizione la conoscenza e le *best practices* acquisite in anni di esperienza e allo stesso tempo apprendere dalle altre organizzazioni e

partecipare a definire le nuove linee guida per ridisegnare il reporting societario[64] e raccontare al meglio un nuovo modo di produrre valore.

4.4 Principali cambiamenti formali e contenutistici dell'Annual Report di Eni dal 2011 al 2018

Il percorso di trasformazione della reportistica di Eni ebbe inizio nel 2011, anno in cui è stato presentato un documento denominato "Annual Report 2011". Il documento, primo redatto in conformità al framework dell'IIRC, pone le basi per la struttura di tutti i report in analisi, e rappresenta il punto di svolta per la comunicazione di Eni. Il Report prima di analizzare la performance annuale presenta Eni come organizzazione, ne descrive la struttura societaria, il modello di Business, la Strategia e descrive l'ambiente in cui la società opera. L'Annual Report 2011 è stato, inoltre, il primo a comunicare il modus operandi di Eni in una sezione denominata "*How we operate*", in cui vengono mostrati gli elementi chiave e il Business Model al fine di comprendere come la società abbia radicalmente cambiato il suo modo di creare valore (*Cooperation, Integration, Innovation, Excellence, Inclusion, Responsability*). Sempre attraverso questo documento, Eni descrive il suo organo di Governance, sia tramite componenti testuali, che grafiche, evidenziano le figure che ricoprono ciascun ruolo e la loro funzione. Una specifica sezione del report è dedicata alla presentazione dei rischi legati all'attività di Eni (*Risk Factors and Uncertainties*), innovazione introdotta nel 2011 e comune nell'ultimo quarto di tutti gli AR redatti da Eni fino al 2019. Un'altra importante innovazione è l'introduzione del "*Consolidated Sustainability Statement*", sezione destinata ad inglobare nell'AR i contenuti che Eni aveva presentato per i quattro anni precedenti in un *Sustainability Report*. La

[64] Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., Integrated reporting: concepts and cases that redefine corporate accountability, Springer International Publishing Switzerland, 2013

sezione citata si occupa di presentare i risultati quantitativi della gestione non finanziaria dell'impresa e raccoglie dei dati sulla Governance, sul sistema di audit interno, sui dipendenti, sullo sviluppo interno, sulle relazioni con l'esterno e sul rapporto con le comunità dell'ambiente in cui l'organizzazione opera. In sintesi, presenta una serie di tabelle contenti i dati che sulle variazioni dei "*Capitals*" che l'organizzazione sfrutta ed influenza, avvenute nel triennio appena trascorso, senza però direttamente farne menzione. Complessivamente l'AR 2011 raggiunge l'obiettivo adeguando tutti gli elementi contenutistici richiesti dal Framework dell'IIRC.

L'AR 2012 mantiene sostanzialmente la struttura del report dell'anno precedente, ma introduce per la prima volta la gestione integrata del rischio (*Risk Management*) e nuovi contenuti della sezione riguardante la Governance. In una sezione dedicata, dopo le prime venti pagine dell'AR, viene ben illustrato il Modello di gestione integrata del rischio, dettagliando il processo di classificazione, monitoraggio, trattamento e report di tutte le tipologie di rischio. La trattazione specifica dei rischi viene comunque descritta allo stesso modo dell'anno precedente nella sezione *Risk Factors and Uncertainties*. L'organo direttivo è direttamente responsabile ed ha numerose funzioni nel processo di gestione del rischio e di conseguenza il report evidenzia i tratti essenziali di tali responsabilità. Nel Report del 2012 la sezione "*How we operate*", fonte di informazioni ad accesso rapido e molto utile per comprendere concretamente come si realizzano i principi presenti nel Business Model della società, viene eliminata. Sebbene contenuti simili vengano proposti nella pagina di seguito al Business Model, si ritiene che non abbiano la stessa capacità comunicativa poiché troppo sintetici.[65]

Con l'Annual Report 2013, Eni compie importanti progressi sul fronte dell'adesione al Framework IIRC. In questo documento Eni rafforza fortemente

[65] Eni, Annual Report 2012, pag. 13

il riferimento ai Capitals che l'organizzazione utilizza. Nella presentazione grafica del suo Business Model , rappresentato da un prospetto con *bullet points,* vengono descritti per ciascuna tipologia di capitale, gli elementi che lo compongono nel seguente ordine: lo stock di capitale, le azioni di Eni che ne influenzano il valore, il valore creato per Eni ed il valore creato per gli stakeholders (Figura 8).

Figura 8. Stock di capitale, azioni di Eni, il valore creato per Eni e valore creato per gli stakeholders, Eni Annual Report 2013 pag. 5

Al prospetto sono state anche aggiunte informazioni di tipo quantitativo, relative alle variazioni di valore di ciascun Capitale, determinate dall'attività della società.[66] Nel documento è stata introdotta una ulteriore innovazione nella sezione relativa ai rischi, all'interno della quale una tabella riassume i contenuti trattati

[66] Eni, Annual Report 2013, pag. 6

più approfonditamente all'interno della sezione *Risk Factors and Uncertainties.* È apprezzabile l'accorgimento dei redattori nell'inserire i riferimenti delle pagine in cui è possibile approfondire ciò che schematicamente è riportato nel prospetto, in quanto rende semplice al lettore il reperimento dei dettagli delle informazioni desiderate.

Nel 2014 Eni a seguito delle sostanziali modifiche effettuate negli anni precedenti, decide di cambiare il nome del report annuale trasformandolo in "*Integrated Annual Report*" (IAR). Oltre a questa modifica formale, sono state arricchite a livello contenutistico e grafico, le sezioni introdotte negli anni precedenti ed in aggiunta inseriscono una nuova riguardante il concetto della Materialità e il coinvolgimento degli stakeholder. La società spiega nel report quali siano le questioni in materia di sostenibilità che l'organizzazione reputa più importanti e descrive il processo di selezione che è stato utilizzato per individuare queste tematiche tra le istanze degli stakeholder stessi. Obiettivo della nuova sezione è quella di raggruppare e presentare tutte le attività di coinvolgimento che Eni rivolge ai propri portatori di interesse, distinguendole per tipologia di stakeholder.[67] La vera innovazione per il documento del 2014 è però rappresentata dall'eliminazione della sezione "*Consolidated Financial Statements*" separandone la pubblicazione e la sostituzione di questa sezione con una denominata "*Integrated performance*". A livello contenutistico Eni ha optato per uno snellimento, cercando di includere gli indici di performance più significativi e scegliendo un approccio multi-channel, che permette differenti livelli di analisi e diversi metodi di comunicazione al fine di raggiungere tutte le tipologie di stakeholder"[68]. Attraverso l'uso di tre pagine di prospetti, ed eliminando ogni elemento testuale, Eni seleziona gli indici più significativi per misurare le variazioni, nel triennio trascorso, di ciascun "Capital".[69] Attraverso queste

[67] Eni, Annual Report 2014, pag. 14
[68] Eni, Annual Report 2014, pag. 96
[69] Eni, Annual Report 2014, pagg. 97-98-99

soluzioni la società ottiene un IAR di 107 pagine, circa 150 pagine in meno rispetto alla media degli anni precedenti (260 pagine). A seguito di questi importanti cambiamenti, IAR di Eni ha mantenuto una struttura costante e le scelte dal punto di vista contenutistico sono rimaste invariate sia per l'IAR 2015 che per l'IAR 2016. Complessivamente sono stati apportati miglioramenti dal punto di vista formale, riducendo sempre di più le componenti testuali, privilegiando la sinteticità della trattazione e sono stati trovati nuovi espedienti per rendere sempre più evidenti i collegamenti e le influenze reciproche tra la performance finanziaria e non ed i rischi gestiti.

Nell'IAR 2015 è presente un esempio che consiste in una mappa causa-effetto, che sebbene non sia ripresentato negli IAR successivi, è un metodo adeguato per collegare le azioni intraprese dalla società, le diverse performance e i rischi delle singole azioni (*Connectivity of performances*) [70].

Il 2017 rappresenta per *l'Integrated Reporting* di Eni, un nuovo punto di svolta. La società apporta delle innovazioni dl punto di vista del suo Modello di Business e di conseguenza ne cambiano la presentazione nel Report. Eni rende ben esplicito il processo di creazione di valore sostenibile nel lungo periodo, fondato sulla solidità finanziaria e la sostenibilità sociale ed ambientale. Grazie all'esperienza degli anni precedenti, l'organizzazione ha ormai metabolizzato la presenza dei diversi *Capitals* e di conseguenza decide di eliminare i continui riferimenti, sostituendoli con ciò che essi rappresentano per l'impresa, ad esempio le persone e loro i diritti, l'ambiente ed il clima, le comunità locali, i partner commerciali e l'innovazione. La sezione introdotta nel 2014 "*Integrated performance*" viene eliminata e sostituita dalla "Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario", prevista dal Decreto Legislativo 254/2016, inclusa nell'IR al fine di fornire tutte le informazioni principali, obbligatorie e non, riguardanti la sostenibilità. Questa novità, introdotta a seguito di una pari innovazione della

[70] Eni, Annual Report 2015, pag. 20

normativa vigente, ha di fatto dato la possibilità ai redattori di connettere a livello interno i contenuti del Report. In particolar modo offrono nelle prime pagine una panoramica generale delle tematiche ed un approfondimento nell'ultima sezione del IAR. Le modifiche contenutistiche apportate da questa sezione, consistono in un aumento della componente di testo che commenta gli indicatori di performance non finanziaria. Nel 2018 la società modifica nuovamente il nome del documento, chiamandolo *Annual Report 2018*, non apporta modifiche contenutistiche per quanto riguarda la componente non finanziaria e reintroduce nel report la sezione "*Consolidated Financial Statements*", con la sola differenza di inserirlo alla fine del report e non nel centro, come prima che fosse eliminato nel 2014.

Nella seconda parte del capitolo si analizza l'Annual Report 2019, la cui approvazione è avvenuta nel maggio del 2020 ed i cui contenuti sono collegati ad altri documenti pubblicati dalla società in riferimento allo stesso anno. I documenti citati, sono stati pubblicati nella sezione dei Report di Sostenibilità del sito internet di Eni e sono: "Eni for 2019 – *A just transition*", "*Eni for 2019 –* Neutralità carbonica nel lungo termine", "*Eni for 2019 – Executive Summary*", "*Eni for Human Rights* 2020" ed infine "Dati *ESG*". Lo scopo principale di tali documenti è includere tutti i dati contenuti nel Report Integrato e rispondere al meglio al *trade-off* tra genericità e specificità dell'informativa. Infine, l'organizzazione di tali informazioni dà la possibilità di scelta all'utente di selezionare il grado di dettaglio desiderato, esempio compiuto di uno dei Principi più importanti dell'*Integrated Reporting*: la Connettività.

4.5 Annual Report 2019

4.5.1 Panoramica dell'Annual Report 2019

L'*Annual Report* di ENI, approvato nel maggio del 2020 e con una lunghezza complessiva di 306 pagine, come spiegato nella seconda pagina dello stesso, è stato redatto in accordo con i principi inclusi nell'International Framework pubblicato dall'IIRC e si pone l'obiettivo di rappresentare la performance finanziaria e di sostenibilità, sottolineando le connessioni esistenti tra l'ambiente competitivo, la strategia del gruppo, il *business model*, *l'integrated risk management* e sistema di *corporate governance*.[71] L'approccio adoperato da Eni risulta chiaro fin dalle prime 4 pagine, dove dopo un indice dei contenuti, sono presentati in due pagine due prospetti in cui sono stati riassunti i principali dati finanziari e non, raggruppati sotto le voci di *Financial Highlights, Summary Financial Data, Employees, Innovation, Healt, Safety and Environment* ed infine *Operating Data*. È proprio in questa parte dell'Annual Report che è evidente l'intenzione di Eni di dare al lettore una visione di insieme, ponendo a confronto aspetti finanziari, aspetti operativi e riguardanti il capitale umano e ambientale. Vendite, profitti e dividendi sono subito visibili al pari del numero di impiegati, ai tassi di infortunio totali in ciascuno dei business, come anche al pari dei dati riguardanti le emissioni di GHG nell'ambiente. Eni conferisce una visione olistica e cura anche l'aspetto di comparabilità temporale inserendo i dati riferiti non solo all'anno in corso, ma anche per ciascuno degli anni del biennio precedente (2017 e 2018).

Il documento è diviso in tre sezioni, il *Management Report* (da pag. 3 a pag.143), il *Consolidated Financial Statement* (da 143 a 275) ed infine *l'Annex* (da 375 a 303).

[71] Eni Annual Report 2019, pag 2

La prima sezione a sua volta è costituita da altre quattro diverse componenti. La prima, composta di 27 pagine, presenta nell'introduzione la Mission, le Attività e l''approccio volto alla sostenibilità di Eni. A queste, seguono 6 pagine di lettera agli shareholders e da pagina 12 a pagina 30 viene approfondita la strategia, la governance, il sistema di gestione del rischio e le attività di coinvolgimento degli stakeholder di Eni. Solo attraverso la lettura di questa prima parte, in un tempo approssimativamente di 30 minuti, il lettore ha una visione d'insieme e allo stesso tempo specifica di tutto ciò che riguarda Eni, di cosa si occupa, del suo *modus operandi*, della sua *performance* passata e delle sue prospettive future.
La seconda e la terza sezione, rispettivamente *Operating Review e Financial Review and Other Informations*, analizzano e dettagliano ulteriormente i contenuti della prima sezione ed offrono dati e commenti riguardanti l'attività operativa in ciascuno dei settori in cui Eni opera (Esplorazione e Produzione, Gas e Energia, Raffinazione & *Marketing* e Sostanze Chimiche, Attività di *Corporate* e altre) e la performance finanziaria generale. Nelle *Other Informations* è inclusa invece, una importantissima sezione riguardante i *Risk factors and uncertainties* che offrono una approfondita analisi dei rischi legati al settore dell'energia e specificamente alle attività di Eni e a come sono affrontate dalla società.
La quarta sezione è dedicata invece al *Consolidated disclosure of non-financial information*, obbligatoria ai sensi del Decreto Legislativo 254/2016 e che contiene le informazioni principali riguardanti la sostenibilità.
Le ultime tre sezioni, come anticipato, estendono la trattazione dei contenuti delle prime 30 pagine del Report e sono destinate principalmente ai lettori che sono in cerca di informazioni specifiche e che vogliono approfondire alcune tematiche.

4.5.2 Activities

Dopo un focus sulla Mission, l'Annual Report illustra brevemente il campo di azione di Eni, descrivendola come una società attiva nell'esplorazione, nella

produzione, distribuzione e nella vendita di petrolio e derivati, gas naturale ed energia elettrica in 66 paesi. La sfida principale che Eni affronta nel suo settore è quella di assicurare un accesso universale all'energia, in modo efficiente, sostenibile, avendo cura dell'ambiente e riducendo l'uso di fonti a carbonio nel proprio portafoglio.

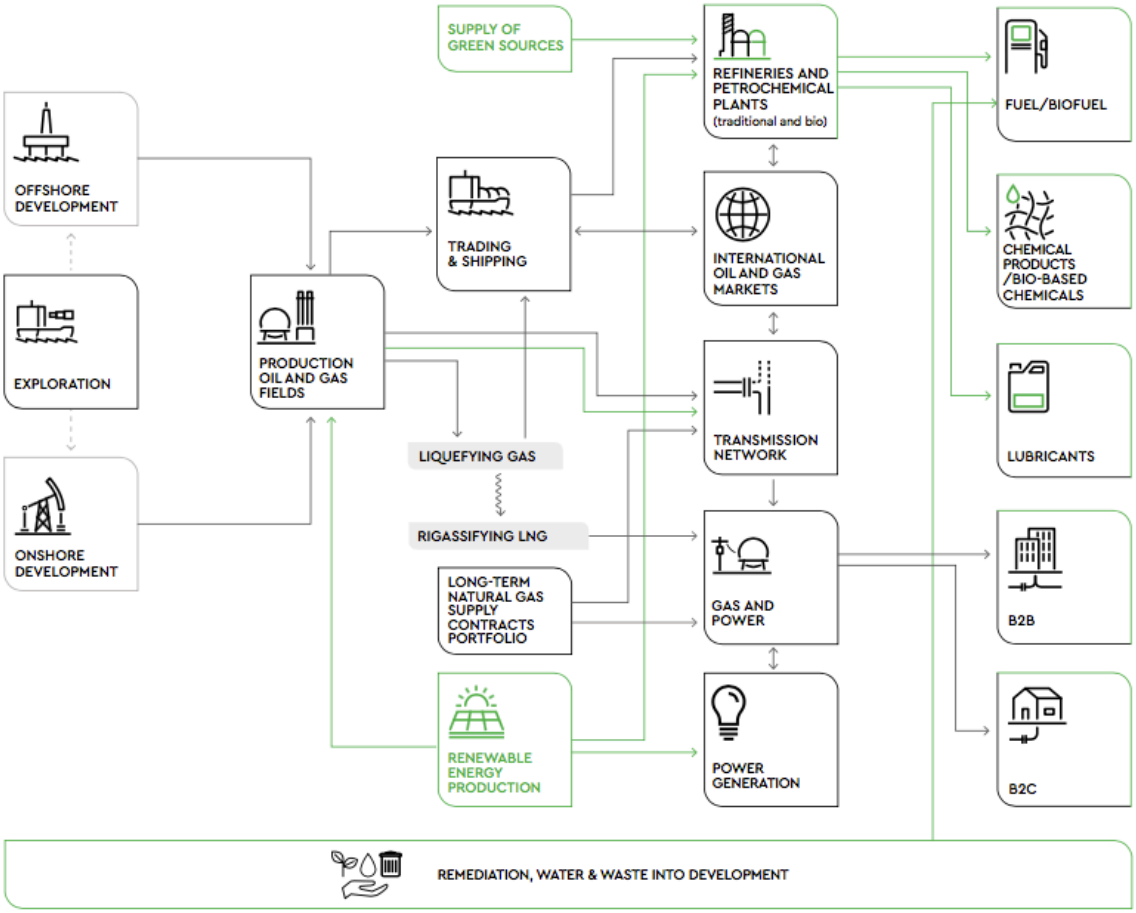


Figura 9. Eni's Activities, Eni Annual Report 2019, pag.7

Attraverso uno schema semplice, l'AR include tutte le attività di Eni, e ne identifica i processi, dall'estrazione fino al consumatore finale. La scelta nella redazione di questa sezione è stata quella di ridurre la componente testuale al minimo, per non dilungarsi in complesse descrizioni delle singole attività, reperibili altrove, per fare in modo che il lettore si concentri su una visione di insieme del complesso di attività. In questo contesto risulta interessante l'uso dei colori, nero per le attività tradizionali e verde per evidenziare quali siano le attività

che sfruttano fonti di energia sostenibile o rinnovabili. Queste scelte risultano essere estremamente semplici, ma conservano, al pari di una componente testuale, un alto grado di comunicatività, con il beneficio aggiuntivo di non essere ridondanti. Questo semplice approccio, consente ad Eni di focalizzare l'attenzione sulle le attività diversificate (*green*) e tra queste viene messa in risalto la trasformazione di una raffineria tradizionale, in una bio-raffineria, che si occupa di trasformare i rifiuti in prodotti energetici e materiali come le plastiche in "*second raw materials*".

4.5.3 Business Model

Il Business Model della società si concentra sul processo di creazione del valore per gli *stakeholders* e gli *shareholders* mediante la presenza su tutta la catena del valore.[72] Attraverso il suo operato Eni contribuisce al raggiungimento dei Sustainable Development Goals (SDGs) dell'Agenda 2030 ed il Business Model presentato nel Report, rappresenta come la società integra organicamente il suo modo di creare valore nel breve, nel medio e nel lungo termine con i principi della sostenibilità sociale e ambientale, mediante tre direttive: Eccellenza operativa, Carbon Neutrality nel lungo termine e Alliance for Development.

[72] Eni Annual Report 2019, pag. 8

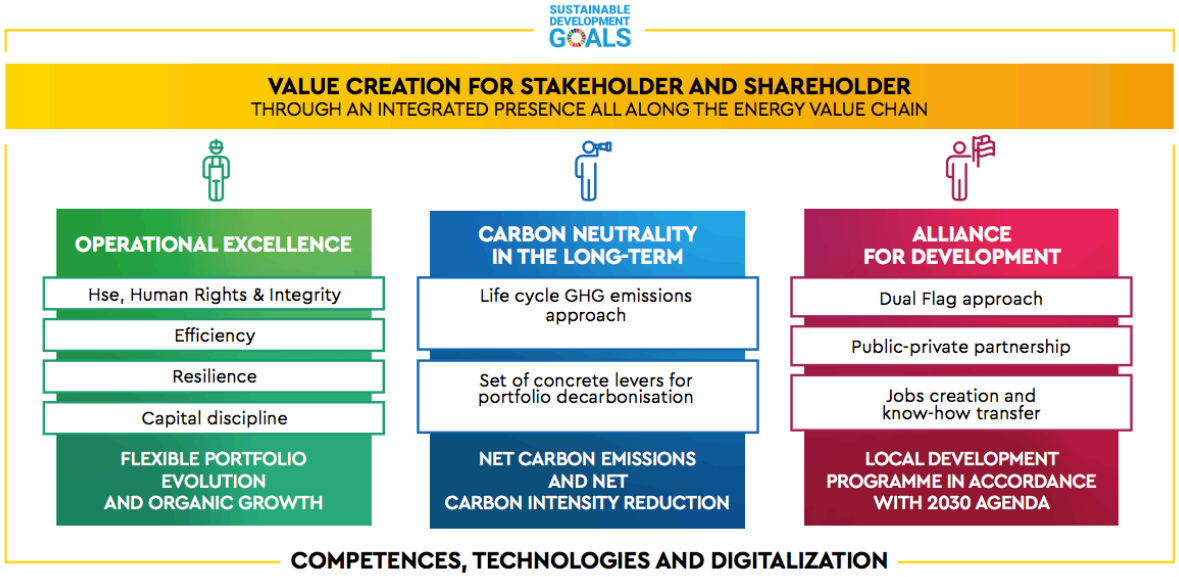


Figura 10. Eni's Business Model, Eni Annual Report 2019, pag. 8

L'Eccellenza Operativa si concretizza per Eni nel fare leva sul continuo impegno nella valorizzazione delle persone, nella loro sicurezza e nella protezione dell'ambiente. L'integrità ha un ruolo centrale per Eni ed insieme alla disciplina nell'amministrazione finanziaria dell'organizzazione e ad un atteggiamento resiliente, si pone l'obiettivo di essere protagonista nello sviluppo futuro organico del settore dell'energia. Con il suo Business Model, Eni pone inoltre l'accento sul processo di decarbonizzazione e fonda le basi per il passaggio ad emissioni zero nel lungo termine. La società prevede un ciclo di vita per le emissioni di GHG ed ha avviato un processo di graduale sostituzione delle fonti di energia inquinanti, riducendone significativamente la presenza nel proprio portafoglio. La creazione di Valore di Eni inoltre è fondata sullo sviluppo locale dei paesi in cui opera mediante un approccio chiamato "Dual Flag". Eni continua sulle orme di Enrico Mattei e promuove lo sviluppo del mercato energetico locale allocando il gas estratto al paese ospitante e cercando di garantire l'accesso universale all'energia elettrica. Le iniziative di Eni inoltre prevedono un insieme di iniziative per le

comunità locali su salute, educazione e igiene, occupazione e trasferimento delle competenze per lo sviluppo interno futuro del Paese e la digitalizzazione.[73]

4.5.4 Responsible and sustainable approach

Questa sezione tratta l'approccio che Eni ha acquisito con la sua nuova Mission e rappresenta un esempio di come sintetizzare obiettivi e risultati, tratti dal Business Model. Riguardano tematiche della responsabilità sociale d'impresa, ottenuti durante l'anno e rapportati agli SDGs dell'Agenda 2030.

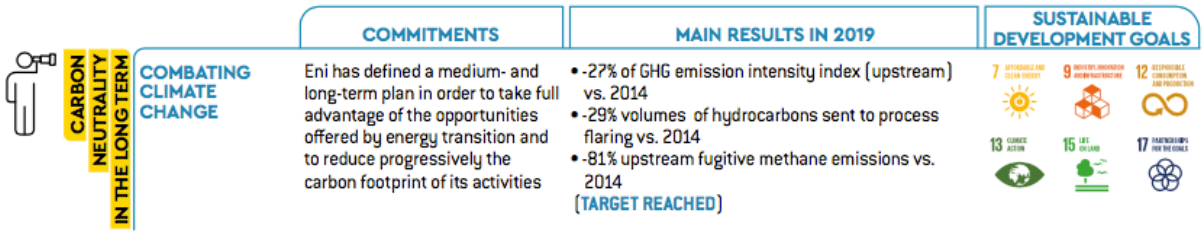


Figura 11. Eni's Responsible and sustainable approach, Eni Annual Report 2019, pag. 9

[73] Eni Annual Report 2019, pag. 8

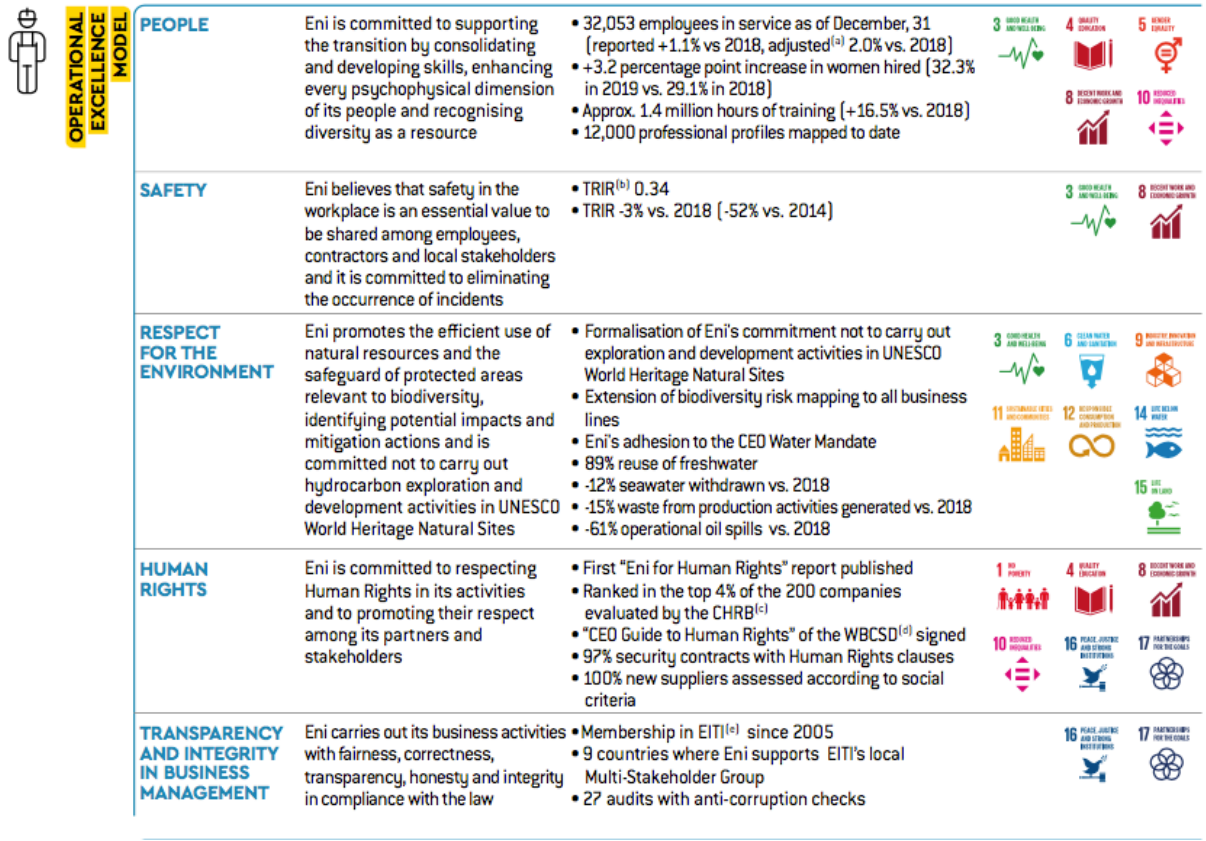


Figura 12. Eni's Responsible and sustainable approach, Eni Annual Report 2019, pag. 9

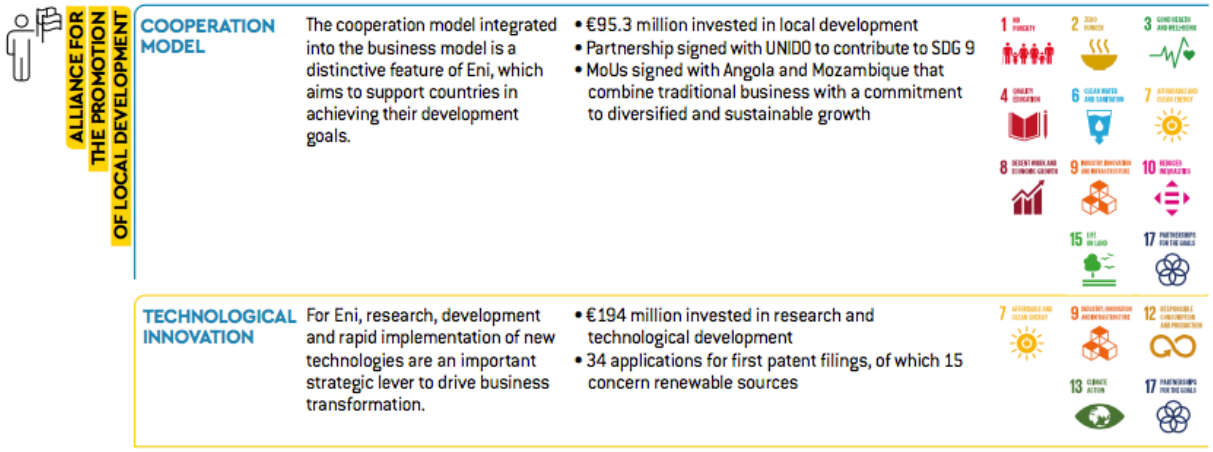


Figura 13. Eni's Responsible and sustainable approach, Eni Annual Report 2019, pag. 9

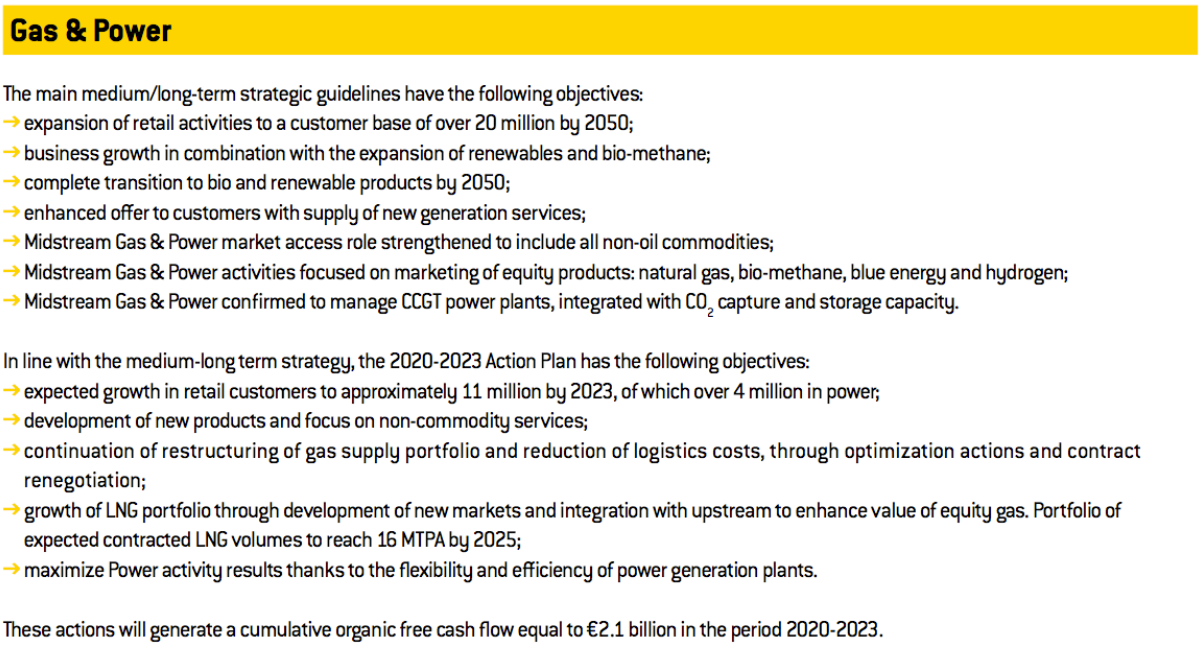
Eni attraverso questo prospetto unico, rappresenta in modo chiaro e conciso il suo ruolo nel processo di una "Just Transition" verso un futuro a basse emissioni (*Combating Climate Change, Respect for the Environment*), dimostra, attraverso

i risultati, il suo impegno nei confronti delle persone che interagiscono con la società sia dall'interno, perché sviluppino le loro competenze e si realizzino mediante il loro lavoro in un contesto sicuro e integro (*People, Safety, Human Rights, Transparency and Integrity*), sia all'esterno nei confronti delle popolazioni locali (*Cooperation Model*). Dal punto di vista comunicativo risulta essenziale evidenziare l'importanza dei risultati dell'anno in corso, che non solo comunicano delle evidenze sulla performance, ma danno la possibilità al lettore di verificare se la società è riuscita a raggiungere i target e gli obiettivi per il 2019 stabiliti negli anni precedenti. L'evidenza di una corrispondenza tra previsioni e risultati è un chiaro messaggio di affidabilità dell'organizzazione percepito dal lettore ed aumenta la sua fiducia nella programmazione e nelle previsioni future definiti dalla Strategia della società. Un approfondimento per ciascuna di queste questioni, è illustrato nella sezione "*Consolidated disclosure of non-financial information"* in cui sono riportati obiettivi e principi che guidano Eni nei processi sopra indicati, in rapporto ai 17 SDG's, in forma schematica e successivamente con delle consistenti componenti testuali.

4.5.5 Strategy

Dopo aver presentato il suo modello di business e aver offerto una visione concreta al lettore di come il processo di *value creation* sia orientato alla sostenibilità, l'IR 2019 illustra la strategia di Eni di medio e lungo termine. La strategia è proiettata su diversi orizzonti temporali e comprende il triennio 2020-2023 ed il periodo 2035-2050. Il Piano di Azione 2020-2023, presentato anche nella lettera agli *shareholders* da parte del CEO e del Chairman di Eni, definisce e declina i primi passi dell'evoluzione di Eni verso la creazione di valore mediante una crescita delle attività organica e sostenibile. Il Piano, darà vita a dei progetti che genereranno cumulativamente un significativo incremento del *free cash flow*

nel periodo di riferimento e l'IR sinteticamente, in due pagine, offre gli *highlights* dei diversi progetti divisi per settore. I progetti sono presentati in *bullet points* e vengono presentate prima le linee guida (orizzonte temporale medio-lungo), poi le singole azioni della strategia ed infine per ciascuno viene indicato il rispettivo incremento di *free cash flow* che farà conseguire. Questa metodologia di esposizione risulta essere estremamente chiara, offre il giusto grado di dettaglio ed in sole due pagine integra gli obiettivi, la strategia che sarà adoperata per raggiungerli e i risultati finali previsti. Ciò permette all'utente di ricevere una visione d'insieme non solo sul Piano di Azione 2020-2023, ma anche sulla strategia a lungo termine che il Piano contribuirà a perseguire e darà accesso all'utente a importanti informazioni, con il giusto grado di dettaglio, su progetti complessi e senza perdersi in tecnicismi. Di seguito ne viene offerto un esempio per il settore *Gas & Power*:



Gas & Power

The main medium/long-term strategic guidelines have the following objectives:
- expansion of retail activities to a customer base of over 20 million by 2050;
- business growth in combination with the expansion of renewables and bio-methane;
- complete transition to bio and renewable products by 2050;
- enhanced offer to customers with supply of new generation services;
- Midstream Gas & Power market access role strengthened to include all non-oil commodities;
- Midstream Gas & Power activities focused on marketing of equity products: natural gas, bio-methane, blue energy and hydrogen;
- Midstream Gas & Power confirmed to manage CCGT power plants, integrated with CO_2 capture and storage capacity.

In line with the medium-long term strategy, the 2020-2023 Action Plan has the following objectives:
- expected growth in retail customers to approximately 11 million by 2023, of which over 4 million in power;
- development of new products and focus on non-commodity services;
- continuation of restructuring of gas supply portfolio and reduction of logistics costs, through optimization actions and contract renegotiation;
- growth of LNG portfolio through development of new markets and integration with upstream to enhance value of equity gas. Portfolio of expected contracted LNG volumes to reach 16 MTPA by 2025;
- maximize Power activity results thanks to the flexibility and efficiency of power generation plants.

These actions will generate a cumulative organic free cash flow equal to €2.1 billion in the period 2020-2023.

Figura 14. Eni's Strategy, Gas & Power, Eni Annual Report 2019, pag. 18

L'Integrated Report 2019 presenta quindi i progetti a breve termine e li relaziona a quelli di lungo, infatti il Piano 2020-2023 rappresenta il punto di partenza dell'intero Piano Industriale. Quest'ultimo realizza i principali obiettivi di Eni ed

il suo processo di crescita complessiva. I principi fondamentali sono quelli di contribuire significativamente al raggiungimento degli SDGs, di massimizzare l'integrazione del portafoglio attività lungo tutta la catena del valore (dalla produzione al consumatore finale) e di promuovere una ferrea disciplina nelle politiche di investimento, con una struttura patrimoniale solida, per generare liquidità a lungo termine.[74] Per rendere tutto ciò possibile, sono stati fissati degli obiettivi operativi entro il 2050 che riguardano l'ampliamento del portafoglio delle attività e il rafforzamento della posizione di Eni nel mercato, correlato però ad una riduzione del "*carbon footprint*" della società". Seppure risulti ben sottolineato come il Piano Industriale abbia il fine di ampliare le attività di Eni per uno sviluppo sostenibile e responsabile nei confronti dell'ambiente, risulta altrettanto chiaro che facendo ciò, Eni non metta mai in secondo piano i suoi azionisti. Eni infatti, pur dovendo operare nuovi investimenti, conferma di poter mantenere invariata la propria politica di remunerazione progressiva grazie alla crescita di flussi di cassa e dimostra quindi, attraverso l'uso dell*'Integrated Report*, di essere riuscita ad includere il concetto di valore creato sia per se stessa, sia per l'ambiente, sia per le comunità locali (approccio *Dual Flag)*.

4.5.6 Integrated Risk Management

Una delle sezioni di maggiore rilevanza all'interno dell'*Integrated Report* del 2019, risulta essere il modello di gestione integrata del rischio (Integrated Risk Management, IRM), reso operativo da Eni con l'obiettivo di facilitare il management nel prendere decisioni "*risk-informed*", che tengano in considerazioni le prospettive attuali come quelle di medio e lungo termine[75]. Il modello IRM è caratterizzato da una struttura ben delineata, si basa su un insieme

[74] Eni Annual Report 2019, pag. 20
[75] Eni Annual Report 2019, pag. 21

di *best practices* e prevede tre livelli di controllo diversi. Nella gestione del rischio, un ruolo centrale è attribuito al '*Board of Directors'* che si occupa di definire la natura dei rischi legati agli obiettivi strategici e riguardanti non solo l'attività operativa, ma anche quelli legati alla sostenibilità nel medio-lungo termine. Il Board, usufruisce poi del supporto del *Control and Risk Commettee* e congiuntamente definisce le linee guida per la gestione del rischio, perché ogni rischio sia identificato, riportato e gestito correttamente. Un terzo livello di analisi spetta infine al CEO di Eni, che rapporta i rischi allo scopo e all'obiettivo di ciascun business e trimestralmente offre una *review* al Board riguardante i rischi specifici che l'organizzazione affronta. L'IR di Eni affronta il tema in modo esaustivo, offrendo due gradi di dettaglio, una panoramica della tematica, ed un focus, riportato nella sezione riguardante la Governance, facilmente consultabile in quanto vi sono dei riferimenti di pagina dove cercare approfondimenti.
Dopo aver offerto delle informazioni riguardanti il modello di gestione del rischio, l'IR 2019 di Eni sviluppa un'accurata trattazione del Processo di gestione del rischio, offrendo così la possibilità al lettore di avere una visione chiara dei rischi che Eni incontra, ma anche di apprezzare il modo in cui la società li identifica e li gestisce. In questo modo, l'IR da un ulteriore valore alle informazioni che riporta, poiché rende noto il modo in cui tali informazioni sono raccolte e dà la possibilità all'utente di valutare, esprimere un giudizio su tale processo e se positivo, elabora un giudizio di legittimità delle informazioni stesse.
"The IRM process ensures the detection, consolidation and analysis of all Eni's risks and supports the BoD to verify the compatibility of the risk pro le with the strategic targets, also in a medium-long term approach."[76]

L'IR 2019 fornisce attraverso una info-grafica, una schematizzazione del processo di IRM, e di seguito ne viene proposta l'analisi dei sotto-processi che lo

[76] Eni Annual Report 2019, pag. 22

compongono:

- *risk strategy:* identificazione di proposte per ridurre la rischiosità degli obiettivi strategici, analisi del profilo di rischio e delle opportunità del business nel contesto del piano a lungo termine di Eni
- *integrated risk management:* continua revisione del *monitoring* periodico dei rischi, analisi e gestione del rischio contrattuale per allocare efficientemente le responsabilità con i fornitori in fase operativa, analisi dei rischi esistenti nei Paesi dove Eni opera ed infine supporto al *decision-making* per l'autorizzazione dei progetti di investimento e di importanti transazioni (M&A).
- *risk knowledge, training and communication:* aumento della diffusione della cultura del rischio, condivisione di conoscenze, informazioni ed esperienze e sviluppo del sistema di gestione del rischio

Nelle pagine successive dell'IR sono presentati dei prospetti riguardanti i rischi, rapportati ai target e ai singoli procedimenti di gestione del rischio. In sintesi sono trattate tutte le tematiche concernenti il rischio strategico (*Strategic Risk*), il rischio esterno (*External Risk*), il rischio operativo (*Operational Risk*) ed alcuni rischi di carattere specifico come l'esposizione ai contratti a lungo termine, il cambiamento della legislazione e la regolamentazione del mercato del gas e dell'energia, la *cyber security* e le investigazioni e i procedimenti in corso. La trattazione avviene in due pagine, in maniera concisa e chiara, tramite l'uso di *bullet points* ed è in grado di connettere i rischi e gli eventi (Main Events) che possono riguardare Eni. Le tematiche, pur essendo esposte molto sinteticamente in questa sezione, danno una visione d'insieme dei rischi affrontati da Eni. L'IR 2019 tuttavia, permette al lettore di approfondire le tematiche di suo interesse attraverso dei riferimenti, rimandando a specifiche sezioni e pagine del testo dove

le tematiche sono affrontate nel dettaglio e dove è possibile avere informazioni focalizzate.

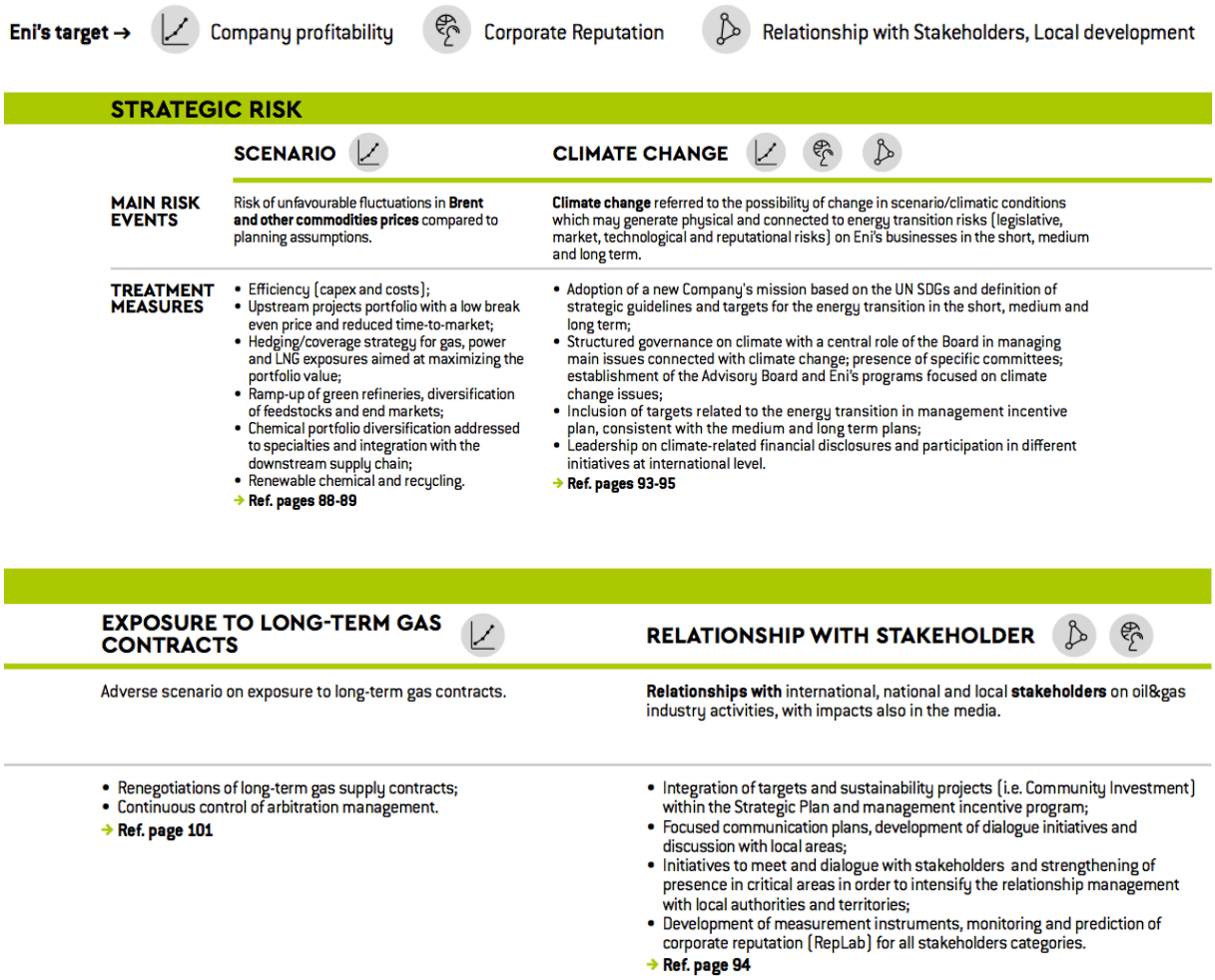


Figura 15-16. Eni's Strategic Risk, Integrated Risk Management, Eni Annual Report 2019, pag. 22

EXTERNAL RISK

	GEOPOLITICAL	COUNTRY
MAIN RISK EVENTS	**Impact** of geopolitical issues on **strategic actions and business operations**.	**Political and social instability** in Eni's Countries of operations may lead to acts of internal conflicts, civil unrests, violence, sabotage and attacks, with consequent production interruptions and losses as well as interruptions in gas supplies via pipe. **Global security risk** relates to actions or fraudulent events which may negatively affect people and material and immaterial assets. **Upstream Credit and Financing risk** related to the credit proceeds delay or cost recovery from National Oil Companies (credit) or joint venture partners (financing).
TREATMENT MEASURES	• Institutional activities with national and international players in order to overcome crisis situations; • Continuous monitoring of the environment, mainly focused on the critical political/ institutional developments and regulatory aspects which can potentially affect the business; • Enhancement of Eni's presence leveraging on economic and social issues of Countries where Eni operates; • Participation in the newly established Eastern Mediterranean Gas Forum. → **Ref. page 88 and page 99**	• Geographical diversification of asset portfolio since the exploration phase and business diversification; • Reduction of the exposure through the Dual Exploration Model; • Keeping efficient and long-lasting relationships with producing Countries and local stakeholders through local and social development and sustainability projects; • Implementation of the security management system supported by specific sites and Countries analysis of the preventive measures; • Finalization of specific agreements on repayment plans of third parties receivables; • Securitization package with in-kind withdrawals and/or utilization of dedicated escrow account; • Carry agreement negotiations and offsetting with the NOC's through debt positions in the Country. → **Ref. pages 99-101**

EVOLUTION IN LEGISLATION (G&P REGULATORY AND HSE LEGISLATION)

Potential deteriorating **legislative/regulatory, national and international environment in the Gas & Power segment** with impacts to corporate profitability. Potential impacts on business operations and competitiveness as result of **evolution and complexity of HSE legislation**.

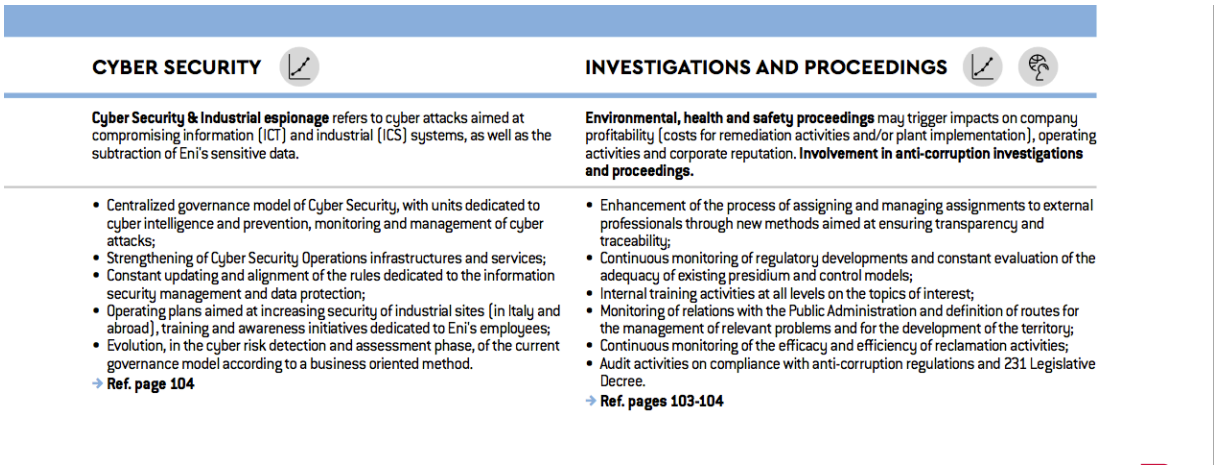
- Asset Backed Trading (ABT);
- Control of legislative and regulatory evolution aimed at business process simplification/mitigation;
- Recovery/optimization actions on logistical costs through asset backed trading activities and contractual revision on capacity commitment;
- Constant assessment of the adequacy of the existing HSE models and continuous alignment of them to the regulatory developments, through the HSE control model, which involves the performance of technical audits and checks on regulatory compliance on sites and Certifications of the HSE Management System;
- Constant assessment of the adequacy of the regulatory framework, through a legislative update process, based on three levels of HSE responsibility and regulated by the MSG HSE.

→ **Ref. page 102**

Figura 17-18. Eni's External Risk, Integrated Risk Management, Eni Annual Report 2019

OPERATIONAL RISK

	ACCIDENTS
MAIN RISK EVENTS	**Blow-out** risks and other **accidents affecting the upstream assets, refineries and petrochemical plants**, as well as the **transportation of hydrocarbons and derivatives by sea and land** (i.e. fires, explosions, etc.) with damages on people and assets and impact on company profitability and reputation.
TREATMENT MEASURES	• Use of the Well Complexity & Economic Index classification methodology to keep the number of "level 1" wells below 30%; real-time monitoring of the drilling phases of complex wells; finalization of the new in house technologies (Downhole Insulation Packer, Casing Valve and well-head safety valve); • Use of standard methodologies for simplified quantitative assessment (Quantitative Risk Assessment), in order to identify the potential risks connected to the upstream assets (BART - Baseline Assessment Risk Tool) and IT systems for the management of Asset Integrity and Maintenence processes (CCMS - Centralized Computing Center Management System); • Development of innovative digital tools and big data analytics to improve operational performance and Asset Integrity. In particular, the implementation of the Digital Lighthouse project from Val d'Agri to other upstream and downstream top value assets; • Specific technological development and emergency management plans; specific HSE audit and plants monitoring; • Involvement of First Parties to strengthen the culture of security in joint-control JV; • Management and continuous monitoring of shipping operation through vetting activities on shipping and third operators. → **Ref. pages 92-93**



CYBER SECURITY

Cyber Security & Industrial espionage refers to cyber attacks aimed at compromising information (ICT) and industrial (ICS) systems, as well as the subtraction of Eni's sensitive data.

- Centralized governance model of Cyber Security, with units dedicated to cyber intelligence and prevention, monitoring and management of cyber attacks;
- Strengthening of Cyber Security Operations infrastructures and services;
- Constant updating and alignment of the rules dedicated to the information security management and data protection;
- Operating plans aimed at increasing security of industrial sites (in Italy and abroad), training and awareness initiatives dedicated to Eni's employees;
- Evolution, in the cyber risk detection and assessment phase, of the current governance model according to a business oriented method.

→ **Ref. page 104**

INVESTIGATIONS AND PROCEEDINGS

Environmental, health and safety proceedings may trigger impacts on company profitability (costs for remediation activities and/or plant implementation), operating activities and corporate reputation. **Involvement in anti-corruption investigations and proceedings.**

- Enhancement of the process of assigning and managing assignments to external professionals through new methods aimed at ensuring transparency and traceability;
- Continuous monitoring of regulatory developments and constant evaluation of the adequacy of existing presidium and control models;
- Internal training activities at all levels on the topics of interest;
- Monitoring of relations with the Public Administration and definition of routes for the management of relevant problems and for the development of the territory;
- Continuous monitoring of the efficacy and efficiency of reclamation activities;
- Audit activities on compliance with anti-corruption regulations and 231 Legislative Decree.

→ **Ref. pages 103-104**

Figura 19-20. Eni's Operational Risk, Integrated Risk Management, Eni Annual Report 2019, pag. 22-23

4.5.7 Governance

La presentazione dell'organo di governo della società è la sessione dell'IR di Eni del 2019 in cui il principale l'obiettivo è di esporre con chiarezza quali sono le figure chiave, la *ratio* che governa la composizione del direttivo, come esso opera e offre delle delucidazioni sulla politica della sua remunerazione. I principi che orientano il sistema di corporate governance di Eni sono quello dell'integrità e della trasparenza, in modo che siano trasmessi a tutto il sistema aziendale dai vertici, lungo tutta la catena delle responsabilità. L'IR pone l'accento sull'intenzione da parte di Eni, di dar vita e mantenere nel tempo, un rapporto di fiducia con i suoi *stakeholders* che si basi sull'eccellenza nella comunicazione. L'impegno di Eni è quello di favorire il massimo esercizio dei diritti dei propri portatori di capitale e perché ciò avvenga, promuove un costante scambio di flussi comunicativi così da comprendere a pieno i loro bisogni e tenerli in considerazione in una visione integrata del processo di decision-making. Eni ha un continuo dialogo con gli investitori sulle tematiche di governo d'impresa, soprattutto attraverso le figure del proprio Board, come quella del Chairman Emma Marcegaglia, che tramite incontri e con l'uso di alcuni surveys, si relaziona

con i gruppi di investitori principali sul tema del possibile sviluppo del sistema di *governance* di Eni. La *governance* di Eni riflette inoltre il suo obiettivo di integrare la sostenibilità all'interno del business model. Il *Board of Directors*, in quest'ottica, si occupa di identificare le strategie, le politiche e gli obiettivi orientati alla sostenibilità su lunghi orizzonti temporali ed ha un ruolo centrale nel processo di transizione al "low carbon future" pensato dalla società. Un'altra prova tangibile dell'impegno del direttivo nei confronti della sostenibilità è riscontrabile nel cambio, a settembre 2019, della Mission aziendale, che prende ispirazione dai 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) delle Nazioni Unite. La nuova Mission mette in luce i valori di Eni relativi al clima, all'ambiente, all'accesso all'energia, alla cooperazione e alle partnership per lo sviluppo, al rispetto delle persone e dei diritti umani e porta al massimo livello i principi che sono alla base del business Model superando le priorità del profitto a breve termine e puntando ad un'ottica sostenibile e di lungo periodo.[77]

L'organo di Corporate Governance di Eni è strutturato sul tradizionale modello italiano, che assegna le funzioni di gestione al *Board of Directors* (BoD), funzioni di supervisione al collegio sindacale e funzioni di revisione ad una società esterna di Audit. Il BoD nomina il *Chief Executive Officer* (CEO), ruolo ricoperto dal 2014 da Claudio Descalzi, e forma quattro comitati interni con funzioni di *advisory* e che comunicano e riportano tramite i rispettivi *Chairmen*: il *Control and Risk Committee*, il *Remuneration Committee*, il *Nomination Committee* ed infine il *Sustainability and Scenarios Committee*. Un ruolo estremamente importante di funzione di controllo interno nella governance di Eni, è quello del Chairman, che dal 2014 è ricoperto da Emma Marcegaglia. Tra le sue responsabilità principali vi è la proposta per la nomina e la remunerazione dei responsabili dell'area di Audit interno, con la quale mantiene i rapporti per conto

[77] Eni, Comunicati Stampa, Eni lancia la nuova mission aziendale per riflettere l'integrazione della sostenibilità nel business, Eni.com, 25 settembre 2019

del BoD, come anche la nomina dei responsabili delle aree di *Integrated Risk Management* e *Integrated Compliance*.

L'Integrated Report di Eni, oltre ad offrire queste informazioni di carattere generale sulla struttura dell'organo direttivo, ha la funzione di monitorare periodicamente il modello di *governance* adottato dalla società, le scelte e le innovazioni che l'organizzazione adotta prendendo spunto dalle best practice di altri paesi e ne evidenzia punti di forza e punti di debolezza. Nell'IR vi sono la rappresentazione grafica dell'organigramma del BoD e del collegio sindacale, e il documento riporta degli approfondimenti grafici sulla composizione dell'organico, con riferimento alla sua eterogeneità (età, gender diversity) e alla sua indipendenza. Sono inoltre descritti l'articolazione del processo di decision-making e quali siano i flussi di reporting verticale all'interno del direttivo, con particolare riferimento alla tipologia di documentazione redatta e ai comitati o alle figure destinatarie dei singoli documenti.

La sezione in analisi offre in chiusura alcune delucidazione sulla politica di remunerazione del direttivo. L'IR evidenza come l'obiettivo di quest'ultima sia quello di attrarre, motivare e trattenere professionisti e manager di alto livello come anche quello di allineare gli obiettivi del *managment* con la priorità creando valore per gli *shareholders* nel medio-lungo termine.[78] La remunerazione è tarata su alcuni benchmark di mercato per posizioni simili in società affini ad Eni e prevede una componente fissa ed una variabile (per-share) legata al raggiungimento dei risultati in linea con il Piano Strategico della società e con le aspettative di *stakeholder* e *shareholders*. L'IR evidenzia questo aspetto ed aggiunge che nella politica di remunerazione è presente una logica legata alla combinazione di risultati operativi, economici e finanziari come anche alla performance sociale, ambientale ed alla coerenza con la natura ed il profilo di rischio del business.

[78] Eni Annual Report 2019, pag. 28

4.6 Conclusioni

Il quarto capitolo di questo elaborato ha illustrato come Eni S.p.A. ha implementato l'Integrated Report nei suoi processi di comunicazione societaria. Ripercorrendo la storia della società emerge chiaramente l'importanza di altre forme di capitale oltre a quello finanziario, in particolar modo quello relazionale. Eni si è, infatti, sempre contraddistinta, per la sua particolare attenzione alla tutela delle organizzazioni, delle istituzioni e delle comunità locali con cui collabora ed interagisce nel processo di creazione di valore. Con gli anni ha ampliato sempre di più la propria visione, ed ha compreso l'importanza della tutela delle persone, dello sviluppo delle loro competenze per portare avanti i processi di innovazione e della tutela dell'ambiente esterno. È infatti a seguito di un grave danno a quest'ultimo, che Eni ha deciso di correggere la propria rotta e modificare sia il suo approccio alle attività, orientandosi verso la sostenibilità, e allo stesso tempo di modificare la modalità di comunicazione con l'esterno. Dall'analisi della reportistica dal 2011 al 2019, emerge un graduale adeguamento ai Principi Guida e agli Elementi contenutistici del *IIRC Framework,* ed attraverso l'introduzione di soluzioni proprie, la società è riuscita produrre una propria versione del report, adattandolo alle proprie esigenze ed apportando dei miglioramenti dal punto di vista comunicativo anno dopo anno. In questo modo, Eni è riuscita a raggiungere l'obiettivo che si era posta quando decise di aderire al Pilot Program del 2011, raccogliendo conoscenze e fornendone di nuove alle altre organizzazioni partecipanti.

L'Annual Report 2019 di Eni rappresenta lo strumento in grado di rafforzare sia l'approccio sostenibile alla creazione del valore, sia l'uso del pensiero integrato nell'attività della gestione dell'impresa. Dall'analisi dell'intero corpus del documento, si evince una organizzazione che segue un climax ascendente che

arriva nel dettaglio man mano che si procede nella lettura. La scelta di rappresentare gli aspetti non finanziari nelle prime sezioni del Report, anteponendoli ai dati quantitativi sulla performance, risulta essere una chiara scelta orientata alla focalizzazione dell'attenzione del lettore su tali aspetti, in quanto ritenuti essenziali per comprendere il modo di approcciarsi che Eni ha nella creazione del valore. Questa scelta è tuttavia mitigata dal fatto che le prime pagine, sono state destinate a dei prospetti con dati finanziari e non, riepilogativi, riguardanti il triennio appena trascorso. Grazie a questi, sin dalle prime pagine, è possibile avere delle informazioni sull'approccio integrato di Eni e della sua reportistica, capace di dare una visione d'insieme della sua performance attraverso delle soluzioni semplici e chiare.

L'Annual Report di Eni mette in luce l'impegno di Eni nel raggiungimento degli obiettivi dell'Agenda 2030, i cui SDGs ispirano la Mission aziendale oltre che agli obiettivi strategici della società. La sezione "Responsible and sustainable approach" evidenzia i collegamenti tra i singoli progetti di Eni e gli SDG che questi perseguono, dando un'idea generale e lasciando un grado di dettaglio maggiore nel seguito della trattazione. Nella sezione riguardante il Business Model, ne viene presentato uno dai caratteri essenziali, formato da tre principi semplici, ma estremamente ricchi di significato che orientano le azioni di tutta la società: Eccellenza operativa, Carbon Neutrality nel lungo termine e Alliance for Development. La strategia Eni è descritta in una sezione specifica che con concretezza mette in atto l'insieme di principi del Business Model. In tal modo riesce a dare una idea generale degli obiettivi operativi, ma quantificandone gli effetti economici, sociali ed ambientali. Eni, pertanto, attraverso questa narrazione, crea dei forti collegamenti tra Mission, SDGs, *modus operandi*, programmazione futura e performance, in una maniera chiara, concisa e lineare che permette all'utente del Report di avere una conoscenza di come la sostenibilità sia integrata nel business e una visione d'insieme sui piani futuri della società in

sole diciotto pagine con una componente testuale minima.

L'AR di Eni è in grado di porre chiarezza sull'ampia varietà dei rischi affrontati dalla società, li affronta con estrema trasparenza e fornisce una visione generale e riassuntiva, non trascurando affatto un'analisi dettagliata del processo di individuazione e gestione di diverse tipologie di rischi (Rischio Strategico, Rischio Esterno, Rischio Operativo). Eni riesce nell'obiettivo di porre il lettore nella condizione di comprendere e valutare le scelte del management, di comprendere come questo integri nei suoi processi decisionali i rischi specifici del business e soprattutto permette a potenziali investitori di avere un set informativo ampio ed eterogeneo che gli sia di aiuto nel prendere decisioni di investimento informate (*risk informed decisoin making*). Sebbene avvenga ex-post, il lettore può sentirsi in questo modo parte dei processi decisionali dell'impresa e potrebbe essere portato ad accettare con più facilità le decisioni prese dal direttivo, in quanto sono resi disponibili gli strumenti per comprenderne le motivazioni e la *ratio* dietro ogni progetto e processo.

Un'importante caratteristica dell'AR 2019 è quella di fare luce sui processi di controllo che coinvolgono il top management della società, con particolare attenzione alle funzioni delle figure più importanti (Chairman e CEO) e dei comitati di cui queste figure si avvalgono per individuare, valutare e monitorare i rischi affrontati da Eni. Le informazioni concernenti il BoD di Eni messe a disposizione nell'AR, risultano dare una visone d'insieme riguardo la sua composizione, evidenziano le partecipazioni di ciascuna figura all'interno dei diversi comitati presenti e ne riportano le responsabilità decisionali e gli obblighi di riporto. In conclusione, all'illustrazione della struttura, è riconosciuto il merito di aver delineato un disegno chiaro del funzionamento dell'organo direttivo.

In tutto il Report risulta ben chiara la direzione di Eni verso un processo sostenibile di creazione del valore e tale narrazione è confermata anche dalla

politica di remunerazione del direttivo, legata alla performance finanziaria ed operativa della società nel medio-lungo termine, nonchè al perseguimento degli obiettivi riguardanti la sostenibilità ambientale, del capitale umano e dell'efficienza e della solidità finanziaria. Attraverso la comunicazione di queste informazioni, il lettore è a conoscenza degli incentivi del management nel raggiungimento dei target prefissati e verosimilmente questo ridurrà il clima di incertezza legato ai comportamenti che la *Governance* avrà nel suo agire.

Lo studio di Eccles, Krzus e Serafeim "Market Interest in Nonfinancial Information" del 2011, la cui analisi è stata effettuata nel terzo capitolo di questo elaborato, si concentra sulla raccolta dei dati riguardanti la ricerca delle informazioni non finanziarie da parte degli investitori e cerca di identificare quali siano le più rilevanti per il mercato. Alla luce delle osservazioni effettuate sullo studio, si riscontra che l'AR 2019 di Eni sembra rispondere alle esigenze informative risultate dalle rilevazioni dello studio. Eni attraverso questo strumento di disclosure fornisce dati riguardanti scenari di medio e di lungo termine e ha la caratteristica di presentare la performance passata e i propri risultati, non come punto di arrivo, bensì come *milestones* di un processo nell'ottica di offrire evidenze sulla propria affidabilità in merito ai traguardi prestabiliti. Inoltre, la presentazione dei risultati come parte di un progetto e l'orientamento futuro (tra i Principi del Framework dell'IIRC), che caratterizzano la comunicazione di Eni, offrono la possibilità ai suoi investitori di comprendere ed effettuare valutazioni positive sulla capacità della società di generare reddito in futuro, con potenziali benefici dal punto di vista della valutazione societaria sul mercato. Eni conferisce una grande importanza alla trattazione del tema del Rischio, dedicandogli il 20% in pagine del documento, al netto del report finanziario, e soddisfa esaurientemente la necessita dei propri investitori di comprendere la rischiosità del proprio investimento, aumentando significativamente il loro set informativo.

In conclusione, sulla base di questa analisi, l'AR 2019 di Eni risulta un documento pienamente rispondente ai requisiti del *Framework* dell'IIRC, poiché è in grado di offrire una visione integrata sull'utilizzo dei diversi *Capitals* nel processo di *Value Creation* ed è conforme ai Principi Guida nell'affrontare tutti gli elementi contenutistici richiesti. Sul piano comunicativo il report si presenta in una forma concisa, ma non superficiale, evidenziando una narrazione completa e soprattutto trasparente. In merito a questo ultimo aspetto, l'AR risulta soddisfare una tra le principali esigenze del mercato in termini di informazioni non finanziarie, sottolineata dallo studio di Eccles, Krzus e Serafeim e rilevata da Bloomberg attraverso gli ESG Scores.

Ad evidenza del grande grado di trasparenza, come anche dell'affidabilità dei contenuti riportati da Eni nel suo Report su ciò che concerne la propria performance passata e la propria visione integrata del fare business, contestualmente alla redazione finale di questo elaborato, lo scorso 10 settembre 2020, è stato pubblicato un comunicato stampa della società sull'ottenimento di alcuni importanti risultati in termini di performance ESG. In particolare Eni "si è classificata nel 3% tra i *peers* del settore energetico nella classifica ESG *Ratings di Sustainalytics*", il punteggio più alto per le sue performance ambientali nella classifica *Bloomberg* di 252 società *oil & gas* ed "è stata confermata con lo *score* A nel rating MSCI ESG, classificandosi come *Leader* in Salute e Sicurezza e per le *performance* in ambito Emissioni di Carbonio"[79]. Tali risultati corroborano, quindi, le conclusioni sull'affidabilità di ciò che Eni comunica ai sui investitori e permettono di effettuare due considerazioni. I risultati recentemente ottenuti, sono frutto del lavoro e dell'impegno di Eni nel perseguire i propri obiettivi, e sono il risultato di un cambiamento nell'approccio di operare della società. Questo processo in corso dalla fine del 2010 ha incluso l'adozione dello strumento

[79] Eni, Comunicato stampa, "Eni si è classificata ai primi posti per gli standard ESG nei rating di MSCI, Sustainalytics e Bloomberg", https://www.eni.com/it-IT/media/comunicati-stampa/, San Donato Milanese, 10 settembre 2020

dell'*Integrated Report* ed i risultati ottenuti fino ad ora risultano in linea con quelli previsti dall'applicazione di questa tipologia strumento di comunicazione. Come già approfondito l'approccio al pensiero integrato richiesto alle imprese nell'adottare questo strumento, fa si che la strategia, gli obiettivi e gli stessi valori che l'organizzazione persegue, siano influenzati da ciò che poi l'impresa comunica con l'IR[80]. Una seconda considerazione riguarda invece la performance di Eni secondo i ranking di Bloomberg, citati nel terzo capitolo dell'elaborato, e la complessiva conformità al Framework dell'IIRC. Essendo gli ESG *Score* una *proxy* della trasparenza e della completezza, ed essendo queste caratteristiche incluse all'interno dell'indice di *Integrated Report Quality* (IRQ), che valuta quanto un report sia conforme al Framework IIRC, è verosimile ritenere che Eni potrebbe aver ottenuto dei benefici nel corso degli anni in cui ha adoperato l'IR come strumento di *disclosure,* coerenti ai risultati dello studio di Barth M.E., Cahan S. F, Chen L., Venter E.R., "*The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting"*.

[80] The South African Insitutute of Charted Accountants (SAICA), Integrated Thinking: an exploratory survey. 2014

Considerazioni finali

L'aumento della complessità del business, fenomeno sempre in corso, ha generato un aumento delle esigenze informative degli investitori, che necessitano di set informativi sempre più ampi ed eterogenei. A supporto di questa ipotesi, in questo elaborato, le analisi critiche effettuate confermano che l'Annual Report, nella sua forma tradizionale, risulta inadatto a rispondere alla richiesta di informazioni del mercato. Le organizzazioni, attraverso le loro pratiche di *disclosure* e di comunicazione, stanno gradualmente recependo gli stimoli dei propri investitori e dell'ambiente in cui operano e hanno iniziato un processo di adeguamento che consiste nell'avvicinarsi sempre di più a strumenti come *l'Integrated Report*. Analizzandone i contenuti e confrontandoli con i dati emersi dall'analisi dei dati riguardanti l'interesse del mercato nelle informazioni non finanziarie, emerge che uno strumento conforme al Framework dell'IIRC, sia in grado di rispondere concretamente a queste nuove esigenze informative. Le organizzazioni, inoltre, maturano sempre di più la consapevolezza che il processo di creazione di valore debba essere analizzato in tutte le sue componenti, scisso quindi nelle singole variazioni dei Capitali che utilizza. Il Report Integrato risulta uno strumento efficace nella comunicazione esterna, offrendo dati sulle modalità in cui l'impresa crea valore, ma allo stesso tempo dando la possibilità all'organizzazione di analizzare il proprio processo, guidando così sia le decisioni degli investitori, che del management. L'*Integrated Reporting* fornisce inoltre una visione olistica dell'attività dell'impresa, evidenzia i collegamenti tra le sue diverse performance, dal punto di vista economico, sociale ed ambientale, dando così la possibilità all'organizzazione di progettare un modello di business sostenibile nel lungo periodo e di comunicarlo in maniera chiara ed efficace all'esterno.

Eni S.p.A. è stata una delle società che è riuscita nel corso di un decennio ad adottare l'approccio comunicativo delineato dal Framework IIRC e il loro

Integrated Reporting rappresenta un valido esempio di corretta ed efficace applicazione, raggiungendo con l'ultimo documento pubblicato dalla società in riferimento al 2019, lo strumento in grado di rafforzare sia l'approccio sostenibile alla creazione del valore, sia l'uso del pensiero integrato nell'attività della gestione dell'impresa. Ad evidenza del grande grado di trasparenza, come anche dell'affidabilità dei contenuti riportati da Eni nel suo Report su ciò che concerne la propria performance passata e la propria visione integrata del fare business, contestualmente alla conclusione della redazione di questo elaborato, il 10 settembre 2020, è stato pubblicato un comunicato stampa della società che comunica l'ottenimento di alcuni importanti risultati in termini di performance ESG, confermando l'esemplarità del caso Eni.

Bibliografia

Accounting for Sustainability Project (A4S)
https://www.accountingforsustainability.org/en/about-us/overview.html, 2020

Akerlof, G.A., "The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism", The Quarterly Journal of Economics, 1970

Barth M.E., Cahan S. F, Chen L., Venter E.R., The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting, 2015

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

Berg F., Koelbel J. F., Rigobon R., Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, MIT Sloan School of Management, 2019

Black Sun, Realizing the benefits: The impact of integrated reporting, Black Sun Plc. 2014

Brunelli S., Di Carlo E., Accountability, Ethics and Sustainability of Organizations. New Theories, Strategies and Tools for Survival and Growth. Springer International Publishing Switzerland, 2020

Busco C., Frigo M.L., Quattrone P., Riccaboni A., Integrated reporting: concepts and cases that redefine corporate accountability, Springer International Publishing Switzerland, 2013

Corvi E., Fiocca R., Comunicazione e Valore nelle relazioni d'impresa, Egea, 1996

Cox C., "Closing remarks to the second annual corporate governance summit." Delivered at the USC Marshall School of Business, Los Angeles, CA, 2007

Daft, L., Organization Theory and Design 12th ed. Cengage Learning, 2013

Daske H., Hail L., Verdi R., Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences, Journal of Accounting Research, 2008

Di Stefano G., Il sistema delle comunicazioni economico-finanziarie nella realtà

aziendale moderna, Giuffrè, Milano, 1990

Eccles R.G., Krzus M.P., Serafeim G., Market Interest in Nonfinancial Information, Non Financial Information of Greatest Interest

Eccles R., Ioannauanf I., Serafeim G., "The impact of Corporate Sustainability on Organizational Process and Perfomance". HBS, 2012

Eni, Annual Report 2010

Eni, Annual Report 2011

Eni, Annual Report 2012

Eni, Annual Report 2013

Eni, Annual Report 2014

Eni, Annual Report 2015

Eni, Annual Report 2016

Eni, Annual Report 2017

Eni, Annual Report 2018

Eni, Annual Report 2019

Eni, Comunicati Stampa, Eni lancia la nuova mission aziendale per riflettere l'integrazione della sostenibilità nel business, Eni.com, 25 settembre 2019

Eni, Comunicato stampa, "Eni si è classificata ai primi posti per gli standard ESG nei rating di MSCI, Sustainalytics e Bloomberg", https://www.eni.com/it-IT/media/comunicati-stampa/, San Donato Milanese, 10 settembre 2020

European Commission, Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups – Frequently asked questions. Memo/14/301, 2014

Francis J., Nanda D., Olsson P., Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. Journal of Accounting Research, 2008

Friedman, M., Capitalism and freedom. Chicago: University of Chicago Press,1962

Fries, J., McCulloch, K. and Webster, W., The prince's accounting for sustainability project: creating 21st-century decision making and reporting system to respond to 21st-century challenges and opportunities. Citato da Hopwood, A.G., Unerman, J. and Fries, J., Accounting for Sustainability. Practical Insights, Earthscan. London, 2010

Frigo M.L., Ramaswamy V., Co-creating strategic risk-return management. Strat Finance 5, 2009

GLOBAL REPORTING INITIATIVE. About GRI: FAQs, www.globalreporting.org/AboutGRI/FAQs/FAQAboutGRI.htm

Goldman Sachs Global Investment Research, GS SUSTAIN: Challenges in ESG disclosure and consistency, 2009

Gu F., Wang W., Intangible assets, information complexity and analysts' earnings forecasts. J. Bus Finance Account 32, 2005

Guatri L., Massari M., La diffusione del valore, Egea, Milano, 1992

Hirst D, Hopkins P., Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments. J. Account Res, 1998

Holmstrom, Bengt, Steven N., Kaplan. The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?, 2003

Hopwood, A.G., Unerman, J. and Fries, J., Accounting for Sustainability. Practical Insights, Earthscan. London, 2010

Huber B.M., Comstock M., Polk D., ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2017

International Integrated Reporting Council (IIRC), Consultation Draft, 2013

International Integrated Reporting Council (IIRC), sito web,

https://integratedreporting.org/the-iirc-2/, 2020

International Integrated Reporting Council (IIRC), Il Framework IR internazionale, 2013

Kaplan, R.S., and Norton, D.P., The Balanced Scorecard: Measures that Drives Performance. Harvard Business Review, 1992

KPMG, The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017, 2017

Laroque P., The Social Institutions of France. Gordon and Breach, Science Publishers, Inc, 1983.

Leuz C., Verrecchia R.E., The economic consequences of increased disclosure. Journal of Accounting Research, 2000

Mackey J, Sisodia RS, George B, Conscious capitalism: liberating the heroic spirit of business. Harvard Business, Boston, MA, 2013

Mark C. Suchman, Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches, Academy of Management Review 20, 1995

Merton R. C., A simple model of capital equilibrium with incomplete information. The Journal of Finance, 1987

Parker, L.D., Qualitative management accounting research: assessing deliverables and relevance, Critical Perspectives on Accounting, 2012.

Plumlee MA, The effect of information complexity on analysts' use of that information. Account Rev 78, 2003

Poh J., Conflicting ESG Ratings Are Confusing Sustainable Investors, Bloomberg News Article, 2019

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

Slaper, T.F., Hall, T.J., The Triple Bottom Line: What Is It and How Does It Work?, Indiana Business Research Center, 2011.
http://www.ibrc.indiana.edu/ibr/2011/spring/article2.html

The South African Institute of Charted Accountants (SAICA), Integrated Thinking: an exploratory survey “. 2014

UBS Investment Research, What is “Integrated Reporting”?. 2012

Wyatt, A. (2002), “Towards a financial reporting framework for intangibles – insights from the Australian experience”, Journal of Intellectual Capital e Tasker, S.C. (1998), “Bridging the information gap: quarterly conference calls as a medium for voluntary disclosure”, Review of Accounting Studies