

Finanza sostenibile

L'integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale: un'analisi della *disclosure* societaria

Primi spunti di riflessione

M.C. Lena, F. Fancello, M.G. Altamura, V. Anzellotti, C. Bisogno, S. Cocci, G. Di Stefano, R. Ertman, I. Fabbiani, M. Mencarelli, L.E. Olita, M. Tartaglione

La collana **Finanza sostenibile** raccoglie le analisi e gli approfondimenti effettuati nell'ambito dello Steering Committee sulla sostenibilità, istituito per valorizzare gli interventi negli ambiti di regolazione e vigilanza attribuiti all'Istituto, nonché favorire, anche a legislazione data, l'incontro fra domanda e offerta di prodotti finanziari sostenibili.

Comitato editoriale

Paola Deriu (responsabile)

Federico Picco (coordinatore)

Giovanna Di Stefano

Giovanni Mollo

Greta Quaresima

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Tutti i diritti riservati.

È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.

CONSOB

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

t +39.06.84771 centralino

f +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

t +39.02.724201 centralino

f +39.02.89010696

h www.consob.it

e studi_analisi@consob.it

L'integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale: un'analisi della *disclosure* societaria

Primi spunti di riflessione

M.C. Lena, F. Fancello, M.G. Altamura, V. Anzellotti, C. Bisogno, S. Cocci, G. Di Stefano, R. Ertman, I. Fabbiani, M. Mencarelli, L.E. Olita, M. Tartaglione (*)

Abstract

Negli ultimi anni la rappresentazione della sostenibilità aziendale in ambito *Environmental, Social e Governance* ("ESG") e della relativa informativa da parte degli emittenti ha assunto sempre maggior rilievo, essendo le variabili di sostenibilità uno dei *driver* trasversali di cambiamento del mercato europeo dei capitali.

Le cause di questa crescente attenzione possono essere ricondotte, da un lato, alla regolamentazione europea in materia, derivante dai più ampi e precisi obiettivi delle Istituzioni europee di de-carbonizzazione delle economie dell'UE e di transizione verso sistemi produttivi operanti secondo criteri di sostenibilità e, dall'altro, dall'evoluzione socio-economica europea, caratterizzata da una maggiore consapevolezza e comprensione da parte del pubblico in generale, degli operatori e degli investitori (anche *retail*) dei profili di sostenibilità dei *business* oggetto di investimenti.

L'ambito di ricerca (e di novità) del presente studio riguarda la rilevanza che i fattori ESG hanno raggiunto per le società italiane che si sono rivolte ai mercati dei capitali, evidenziando lo stato dell'arte dell'integrazione degli obiettivi ESG nella strategia aziendale, posto che la normativa di settore non ha finora disciplinato in modo specifico il tema dei piani industriali, né previsto apposite metriche di redazione, seppure sia acclarato che nella pianificazione strategica possa emergere con il dovuto risalto l'effettivo coinvolgimento o impegno aziendale rispetto agli obiettivi di sostenibilità.

Al riguardo, si precisa che lo studio esula dall'attività di vigilanza della Consob, e che il *focus* dell'analisi riguarda la parte di *disclosure* dei piani industriali da cui possono evincersi obiettivi ESG, mentre l'analisi svolta non ha riguardato l'intero processo di pianificazione strategica.

(*) Componenti del Tavolo Metriche ESG e Piani Strategici, istituito nell'ambito dello Steering Committee CONSOB sulla sostenibilità. Il gruppo di lavoro è stato coordinato da Maria Cristina Lena (m.lena@consob.it) e da Francesco Fancello per l'analisi dei dati (f.fancello@consob.it).

Gli autori ringraziano Matteo Consalvi per il prezioso contributo alla realizzazione della presente ricerca fornito nel corso del suo *internship* presso l'Ufficio Studi della CONSOB. Le opinioni espresse sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro, non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

Preliminarmente è stato definito un campione di 52 emittenti (di cui 41 quotati a fine 2021 e 38 a fine 2022), che nel biennio 2020-2021 hanno pubblicato un prospetto informativo relativo a un'operazione di offerta e/o di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari. La scelta di tale criterio risponde all'esigenza di una più ampia *disclosure* al mercato, da cui attingere le informazioni relative ai fattori ESG nei piani aziendali.

È stato poi definito il set informativo e documentale da analizzare; al riguardo, oltre ai prospetti, l'analisi ha preso in considerazione i seguenti ulteriori documenti: *i)* le relazioni finanziarie annuali; *ii)* le DNF (dichiarazioni non finanziarie); *iii)* i piani industriali comunicati al pubblico attraverso i siti istituzionali degli emittenti e/o mediante comunicati stampa. È opportuno evidenziare che l'analisi non è stata condotta con il fine di individuare *best practices* o effettuare verifiche di coerenza.

Pur tenendo conto delle differenti finalità informative dei documenti analizzati, il lavoro ha cercato di porre in rilievo il grado di integrazione degli obiettivi ESG nella pianificazione aziendale nonché la relativa profondità informativa. L'analisi è stata inoltre corredata da una breve ricognizione della normativa di riferimento e da specifici *focus* relativi ad alcuni profili ESG emersi nei documenti analizzati (per esempio sul rischio climatico). Con riferimento alle distinte categorie di documenti esaminati, dall'analisi è emerso che:

- i)* nei prospetti pubblicati, la maggior parte degli emittenti ha rappresentato informazioni sui fattori ESG nelle strategie aziendali e nei piani industriali, con particolare attenzione al rischio climatico;
- ii)* nelle dichiarazioni non finanziarie, solo una quota minoritaria riporta informazioni sugli obiettivi ESG inclusi nei propri piani industriali, sebbene il dato sia in crescita;
- iii)* nelle relazioni finanziarie annuali, è emerso un progressivo aumento della *disclosure* dei fattori ESG, sebbene prevalentemente di tipo qualitativo;
- iv)* nella documentazione relativa ai piani industriali, il numero di società che forniscono informativa sugli obiettivi ESG nei propri piani è ancora limitato, con una *disclosure* prevalentemente quali-quantitativa.

Infine, lo studio offre una prima valutazione sulla *disclosure* degli obiettivi ESG nei piani industriali di un campione di società, estendendo l'analisi anche all'informativa sui medesimi obiettivi fornita in altre tipologie di documentazione societaria, e fornisce una chiave di lettura sullo stato dell'arte dell'integrazione degli obiettivi ESG nella pianificazione strategica/aziendale degli emittenti italiani, anche alla luce dell'evoluzione normativa in corso.

Indice

1	Introduzione	7
2	Nota metodologica	7
2.1	Definizione dell'insieme degli emittenti oggetto di analisi	8
2.2	Set informativo analizzato	9
2.3	Definizione di piano industriale oggetto dell'analisi	12
2.4	Definizione di fattori e obiettivi ESG	13
2.5	Caratteristiche principali del campione analizzato	13
3	Analisi delle informazioni riportate nei prospetti informativi	15
3.1	Disclosure ESG nei prospetti informativi	16
3.2	Obiettivi ESG dei piani industriali nei prospetti informativi	19
3.3	L'informativa ESG sui fattori di rischio	21
3.4	Considerazioni di riepilogo	24
4	Analisi delle informazioni riportate nelle dichiarazioni non finanziarie (DNF)	27
4.1	Disclosure ESG relativa ai piani industriali resa nelle DNF	27
4.2	Obiettivi ESG dei piani industriali nelle DNF	31
4.3	Considerazioni di riepilogo	33
5	Analisi delle informazioni ESG riportate nelle relazioni finanziarie annuali	36
5.1	Disclosure ESG nelle relazioni finanziarie annuali	36
5.2	Focus sul rischio climatico	38
5.3	Obiettivi ESG dei piani industriali nelle relazioni finanziarie annuali	39
5.4	Considerazioni di riepilogo	41
6	Analisi delle informazioni riportate nei piani industriali	45
6.1	Informativa ESG e piani industriali	45
6.2	Obiettivi ESG nei piani industriali	50
6.3	Considerazioni di riepilogo	54
7	Conclusioni	54
	Riferimenti bibliografici	59
	Glossario	61

1 Introduzione

Il presente studio è il frutto delle analisi effettuate Gruppo di lavoro nell'ambito del Tavolo Metriche dello *Steering Committee* istituito dalla Consob per facilitare la trattazione delle tematiche relative alla finanza sostenibile, e si pone l'obiettivo di esaminare le modalità e l'ampiezza della *disclosure*, riportata nella documentazione pubblicata, circa il grado di integrazione dei fattori ESG nei piani industriali degli emittenti.

La documentazione analizzata riflette il quadro normativo vigente nel periodo 2020–2022, ed è pertanto doveroso porre in evidenza che tale quadro, allo stato attuale, risulta in evoluzione nell'ambito dell'Unione europea. Di tale evoluzione, si è cercato di dar conto in appositi quadri normativi presenti in ciascun capitolo. L'affinamento delle previsioni in materia di sostenibilità può infatti considerarsi uno dei principali *driver* evolutivi della regolamentazione dei mercati finanziari nazionali ed europei.

Peraltro, negli ultimi anni è sensibilmente cresciuta la necessità di trasparenza in relazione alle tematiche di sostenibilità in tutti gli ambiti della *disclosure* aziendale e dell'informativa sui prodotti di investimento.

Tale esigenza appare determinata da una molteplicità di fattori, di cui il legislatore europeo si è fatto portavoce, tra cui: *i)* la crescente consapevolezza degli investitori riguardo alle implicazioni finanziarie dei rischi a cui sono esposte le imprese rispetto alle questioni di sostenibilità e *ii)* la maggiore offerta di prodotti finanziari che dichiarano esplicitamente di conformarsi a principi di sostenibilità o mirano alla realizzazione di obiettivi sostenibili.

Pertanto, allo scopo di inquadrare meglio nel contesto normativo l'analisi empirica effettuata, nei successivi capitoli sono richiamate le principali disposizioni in materia di trasparenza informativa sulle questioni di sostenibilità afferenti ai documenti analizzati.

Il lavoro è organizzato come segue: dopo l'introduzione e la nota metodologica relativa alla costruzione del *set* informativo oggetto dell'analisi, i successivi capitoli, dal 3 al 6, esaminano l'informativa sulla *disclosure* dei fattori ESG nei piani industriali resa *i)* dai prospetti informativi, *ii)* dalle relazioni finanziarie annuali, *iii)* dalle dichiarazioni non finanziarie (di seguito, anche "DNF") e *iv)* dalla documentazione relativa ai piani industriali disponibile sui siti istituzionali degli emittenti e/o mediante comunicati stampa. Il capitolo finale è dedicato alle conclusioni e agli spunti di riflessione.

2 Nota metodologica

Lo studio, senza pretesa di considerare l'intero processo di pianificazione strategica aziendale, si sostanzia in un'analisi relativa alla *disclosure* delle politiche e

degli obiettivi ESG nella pianificazione strategica di un insieme di emittenti italiani, di seguito definito, quale risulta dalle informazioni dagli stessi pubblicate in merito.

La finalità della ricerca è far apprezzare il grado di integrazione dei fattori ESG nel *business* aziendale, attraverso un esercizio di mappatura dell'informativa resa dalle società in tale ambito. L'analisi effettuata presenta un carattere di novità tenuto conto dell'oggetto, del campione indagato e della documentazione esaminata. Peraltro, l'analisi esula dall'attività di vigilanza svolta dalle competenti unità organizzative della Consob sulla documentazione e sulle informazioni prese in considerazione ai fini dell'indagine stessa; inoltre, non è stata condotta né con l'obiettivo di evidenziare *best practices*, né di effettuare verifiche di coerenza.

Di seguito si espongono i criteri utilizzati nella definizione del perimetro d'indagine.

2.1 Definizione dell'insieme degli emittenti oggetto di analisi

Il primo passo ha riguardato la definizione del perimetro di emittenti da osservare. In particolare, si è scelto di focalizzare l'analisi su tutti gli emittenti (quotati e non quotati) che, nel biennio di riferimento 2020 e 2021 hanno pubblicato un prospetto informativo approvato dalla Consob ai fini dell'offerta/ammissione alle negoziazioni di titoli di capitale o di debito nei mercati regolamentati italiani.

Sulla base di tale criterio, sono stati selezionati di **52 emittenti**, la maggior parte dei quali (73% circa) quotati su Euronext Milan¹, principale mercato azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana Spa.

La scelta di selezionare gli emittenti da far rientrare nel campo di indagine, basata sul criterio di aver pubblicato un prospetto informativo in un determinato periodo di tempo, risponde all'attesa di poter fare affidamento su una più ampia *disclosure* al mercato cui attingere informazioni in merito all'integrazione dei fattori ESG nei piani aziendali; ciò in quanto la disciplina sul prospetto prescrive requisiti di *disclosure* molto ampi e dettagliati sui rischi e sulle prospettive di rendimento dell'investimento nei titoli oggetto di offerta.

Il Regolamento (UE) 2017/1129 contiene le norme relative al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato ("Regolamento Prospetto"). Il Regolamento Delegato (UE) 2019/980 ("Regolamento Delegato") - che integra il Regolamento Prospetto per quanto riguarda il formato, il contenuto, il controllo e l'approvazione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato - prescrive, a seconda dello schema di prospetto da adottare, che siano fornite informazioni di dettaglio in ordine alle strategie e ai piani industriali².

1 La percentuale è riferita al 31 dicembre 2022.

2 In particolare, lo schema del Documento di Registrazione per i titoli di capitale di cui all'Allegato 1 al Regolamento Delegato (schema utilizzato per le *initial public offerings*, cc.dd. IPO) richiede, alla Sezione 5 "*Panoramica delle attività aziendali*", punto 5.4 "*Strategia e obiettivi*", che l'emittente fornisca quanto segue: "[d]escrizione della strategia e degli

Proprio in considerazione del fatto che le regole sul prospetto prevedono che siano ivi rappresentate tematiche afferenti ai piani aziendali e agli obiettivi secondo un grado di dettaglio funzionale a consentire all'investitore destinatario dell'offerta pubblica di prendere decisioni di investimento informate, si è ritenuto che il prospetto informativo potesse arricchire le fonti da cui ricavare informazioni in merito all'integrazione dei fattori ESG nei piani aziendali, e pertanto l'individuazione del campione di emittenti è stata basata sul criterio sopra riferito.

2.2 Set informativo analizzato

Con riferimento alle società appartenenti al campione individuato, è stato successivamente definito il *set* informativo da analizzare, non limitato ai prospetti ma comprendente ulteriore documentazione resa pubblica dagli emittenti negli anni 2021 e 2022. In particolare, l'analisi si è basata sui seguenti documenti:

- prospetti informativi pubblicati nel 2020 e nel 2021, sulla base dei quali è stato definito il perimetro di emittenti da analizzare;
- prospetti informativi pubblicati dagli emittenti del campione nel 2022, in modo da disporre anche per i prospetti di informazioni aggiornate al 2022;
- relazioni finanziarie annuali riferite agli esercizi 2021 e 2022;
- dichiarazioni non finanziarie riferite agli esercizi 2021 e 2022;
- documenti relativi al piano industriale (incluse presentazioni agli investitori e/o agli analisti, quali, ad esempio, *business plan update*, *business plan guidelines* etc.), disponibili nei siti *internet* degli emittenti e relativi comunicati stampa, riferiti al periodo 2021 - 2022.

La scelta di analizzare la documentazione riferita al suddetto periodo temporale è funzionale a consentire di far apprezzare un possibile *trend* nel processo di integrazione dei fattori ESG nei piani industriali.

I documenti esaminati ai fini dell'indagine in oggetto sono stati considerati quali fonti informative di pari livello, pur nella consapevolezza che si tratta di documenti con finalità informative distinte.

Complessivamente, per le 52 società del campione e nell'arco temporale considerato sono stati esaminati 62 prospetti³, 101 relazioni finanziarie annuali, 69

*obiettivi aziendali dell'emittente, sia finanziari che non finanziari (se del caso). La descrizione prende in considerazione le sfide e le prospettive future dell'emittente"; inoltre tale schema richiede alla Sezione 11 "Previsioni o stime degli utili" che, laddove l'emittente abbia pubblicato una previsione o stima degli utili ancora valida o decida di includere nel prospetto una nuova previsione o stima degli utili, siano fornite informazioni in merito a dette previsioni/stime con una descrizione dettagliata delle assunzioni sottostanti. Il Regolamento Delegato prescrive che siano fornite analoghe informazioni in relazione alle emissioni secondarie di titoli di capitale (Allegato 3 al Regolamento Delegato) e alle offerte al *retail* di titoli diversi dai titoli di capitale (Allegato 6 al Regolamento Delegato).*

3 Al riguardo, laddove nel biennio 2020-2021 si è riscontrata la pubblicazione, da parte dello stesso emittente, di più di un prospetto, si è preso in considerazione il prospetto più aggiornato (che peraltro è risultato essere più completo di informazioni utili ai fini dell'analisi in oggetto). Tale fenomeno ha riguardato 8 emittenti.

DNF e 32 piani industriali, per un totale di 264 documenti, di lunghezza variabile fra circa 50 e oltre 500 pagine. (cfr. Tabella 2.1).

Si evidenzia che nel biennio 2021-2022 alcuni emittenti del campione sono stati interessati da operazioni di: *i) finanza straordinaria* (es. scissioni e/o fusioni), finalizzate all'integrazione in gruppi più grandi⁴ e/o *ii) delisting*⁵. Ciò ha comportato l'indisponibilità di una parte della documentazione per alcuni emittenti nel 2021 e nel 2022⁶.

Al riguardo, la tabella che segue riporta il quadro complessivo della documentazione oggetto di analisi, selezionata sulla base dei criteri sopra enucleati.

Tabella 2.1 – Riepilogo della documentazione analizzata

(numero società con documenti disponibili per anno)

Tipologia di documento analizzato	2020	2021	2022
Prospetti	21	31	10
<i>di cui:</i>			
<i>Equity</i>	16	21	1
<i>Non Equity</i>	5	10	9
Relazioni finanziarie	--	51	50
DNF	--	35	34
<i>di cui:</i>			
<i>DNF obbligatorie</i>	--	32	31
<i>DNF volontarie</i>	--	3	3
Piani industriali	--	15	18
<i>Sintesi dei Piani reperite sui siti internet degli emittenti in:</i>			
<i>Documenti specifici, più dettagliati</i>	--	8	10
<i>Presentazioni agli investitori</i>	--	3	3
<i>Comunicati Stampa</i>	--	4	5

Identificazione delle sezioni/parti dei documenti analizzati

Per quanto concerne i prospetti informativi, sono state esaminate le seguenti sezioni/parti:

- Il numero delle relazioni finanziarie annuali reperite (101, su un campione di 52 emittenti) tiene conto del fatto che nel biennio 2021-2022 due emittenti del campione sono stati incorporati da un altro soggetto; ciò ha riguardato un emittente nel 2021 (per il quale non si è rinvenuta la Relazione finanziaria né nel 2021 né nel 2022) e un emittente nel 2022 (per il quale non si è rinvenuta la Relazione finanziaria nel 2022).
- Al riguardo, nel corso del 2021, dei 52 emittenti del campione si sono delistati 2 emittenti, mentre nel corso del 2022 sono stati delistati altri 3 emittenti. Il fenomeno del *delisting* ha impattato sulla reperibilità della documentazione solo per due emittenti, atteso che dette società sono state incorporate da altri soggetti. Per il quadro complessivo degli emittenti del campione quotati e non quotati, cfr. rispettivamente Tabella 2.2 e 2.3.
- Con riferimento alla DNF, in tre casi il documento non è risultato disponibile per il 2022 (due emittenti sono entrati nell'area di consolidamento di un altro soggetto e la DNF è stata redatta dalla rispettiva società madre; quanto a un emittente, è stato incorporato da un altro soggetto). Anche la disponibilità delle informazioni sui piani industriali reperite sui siti *internet* degli emittenti è stata in taluni casi pregiudicata a causa, tra l'altro, di operazioni di finanza straordinaria che hanno coinvolti taluni emittenti.

- (i) con riguardo allo schema del documento di registrazione per i titoli di capitale di cui all'Allegato I al Regolamento Delegato, a) la Sezione 3 - "Fattori di Rischio", b) la Sezione 5, punti 5.1 e 5.4, c) la Sezione 11 - Previsioni o stime degli utili, d) la Sezione 20 - Principali contratti;
- (ii) con riguardo allo schema del documento di registrazione per le emissioni secondarie di titoli di capitale di cui all'Allegato 3 al Regolamento Delegato, a) la Sezione 3 - "Fattori di Rischio", b) la Sezione 5, punto 5.1, c) la Sezione 7 - Previsioni o stime degli utili, d) la Sezione 14 - Principali contratti;
- (iii) con riguardo all'Allegato V *bis* al Regolamento Prospetto recante informazioni minime da includere nel prospetto UE della ripresa, a) la Sezione IV - Fattori di Rischio, b) la Sezione VII "*Informazioni sulle tendenze previste*"⁷;
- (iv) con riguardo allo schema del documento di registrazione per i titoli diversi dai titoli di capitale destinati agli investitori al dettaglio di cui all'Allegato 6 al Regolamento Delegato, a) la Sezione 3 - "Fattori di Rischio", b) la Sezione 5, punto 5.1, c) la Sezione 8 - Previsioni o stime degli utili, d) la Sezione 13 - Principali contratti;
- (v) con riguardo allo schema del documento di registrazione per le emissioni secondarie di titoli diversi dai titoli di capitale di cui all'Allegato 8 al Regolamento Delegato, a) la Sezione 3 - Fattori di Rischio, b) la Sezione 5, punto 5.1; c) la Sezione 7 - Previsioni o stime degli utili, d) la Sezione 12 - Principali contratti.

Per quanto concerne le relazioni finanziarie, sono state esaminate le seguenti sezioni/parti:

- (i) bilanci⁸,
- (ii) relazione sulla gestione, laddove erano riportate informazioni in merito all'integrazione dei fattori ESG sui piani industriali e sulle conseguenze dei rischi e delle opportunità legate al clima.

Per quanto concerne le DNF, è stato esaminato l'intero documento⁹.

Infine, con riguardo ai documenti sui piani industriali e relativi comunicati stampa rinvenuti nei siti *internet* degli emittenti, è stata effettuata una lettura integrale di tali comunicati e documenti.

7 L'art. 47 *bis* del Regolamento Prospetto ha previsto un limite temporale del regime del prospetto UE della ripresa, fissando tale limite temporale nel 31 dicembre 2022.

8 Si evidenzia che l'ESMA a partire dal 2021 ha invitato a fornire informazioni sul rischio climatico (*climate and other environmental matters*) come *priority* non solo per l'informativa non finanziaria ma anche per l'informativa finanziaria. Al riguardo *cf.* Quadro Normativo - *I Bilanci e l'informativa sui fattori climatici* nel capitolo 5.

9 Il d.lgs. 254/2016, con il quale è stata recepita nell'ordinamento italiano la Direttiva 2014/95/UE ("*Non-Financial Reporting Directive*") non impone schemi di rendicontazione ma richiede alle società di riportare le informazioni secondo le metodologie e i principi previsti dallo *standard* di rendicontazione utilizzato o dalla metodologia di rendicontazione autonoma utilizzata ai fini della redazione della DNF stessa. Ciò implica che le informazioni oggetto della presente analisi non siano necessariamente riportate in una specifica parte del documento. In particolare, le informazioni sull'integrazione dei temi ESG nei piani industriali non trovano un'univoca e specifica collocazione nella DNF, sebbene spesso nel documento sia presente una descrizione dell'approccio sui temi di sostenibilità da parte dell'impresa in cui le stesse informazioni sono riportate.

2.3 Definizione di piano industriale oggetto dell'analisi

L'analisi ha comportato altresì la necessità di adottare una definizione operativa di **piano strategico** o **industriale** (nell'analisi i due termini sono stati considerati come sinonimi ma nel seguito, per brevità, si farà riferimento solo al piano industriale). A differenza dei prospetti, delle relazioni finanziarie e delle DNF, che rispondono a precise regole di redazione individuate a livello normativo o sulla base di standard di rendicontazione, il piano industriale è definito dalla dottrina aziendalistica e/o dalla *market practice*. Ai fini del presente studio si è fatto riferimento alla definizione di piano industriale proposta da Borsa Italiana, secondo cui tale documento "*illustra le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi*"¹⁰.

Pertanto, i documenti in cui sono state rinvenute informazioni inerenti non solo alle linee strategiche, ma anche alle azioni da attuare al fine del raggiungimento di obiettivi quantitativi e qualitativi, hanno acquisito rilevanza ai fini dell'analisi in quanto intesi come rappresentativi del piano industriale dell'emittente e su di essi si è concentrata la verifica della presenza di informazioni in merito all'integrazione dei fattori ESG nei piani.

Analogo criterio è stato adottato anche per la verifica delle informazioni afferenti ai piani industriali pubblicati sui siti *internet* degli emittenti considerati. Tenuto conto che non sempre i piani risultano disponibili nelle sezioni *investor relations* dei siti, mentre in alternativa risultano a volte disponibili altre tipologie di documentazione (principalmente presentazioni agli analisti e comunicati stampa), per stabilire se considerare le informazioni contenute in tale documentazione rilevanti ai fini dell'analisi si è sostanzialmente fatto riferimento al grado di dettaglio dell'informativa ivi disponibile, privilegiando la documentazione da cui emergessero informazioni non solo afferenti alle strategie aziendali, ma anche declinate in rapporto alle azioni da assumere e agli obiettivi da raggiungere.

Per le stesse considerazioni su esposte, lo studio non ha considerato, ai fini dell'analisi, i dati informativi eventualmente riportati in **Piani ESG** o **Piani di sostenibilità** in quanto tali Piani, pur riportando obiettivi ESG, non sempre indicano esplicitamente se tali obiettivi sono integrati nella strategia aziendale. Tuttavia, si è rilevato che in alcuni dei documenti aziendali esaminati (in particolare, in alcune DNF) si fa riferimento a obiettivi ESG non riferibili direttamente al piano industriale, ma a un 'Piano di sostenibilità aziendale', ovvero anche a un 'Piano ESG', peraltro definito "*strategico*", ovvero "*integrato nelle linee di indirizzo strategiche del Piano industriale*", ovvero definito esplicitamente "*parte integrante*" del Piano strategico; pertanto, in tali casi, e solo in tali casi, gli obiettivi ESG riportati in tali documenti sono stati considerati comunque afferenti al piano industriale in senso lato.

¹⁰ Cfr. Borsa Italiana, Guida al Piano Industriale – Listing Guide (2003), pag. 1 e disponibile al [link](https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/strategicplancopy.pdf).
<https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/strategicplancopy.pdf>.

2.4 Definizione di fattori e obiettivi ESG

Ai fini del presente lavoro, per fattori ESG (*Environmental, Social, Governance*) si intendono i criteri o le metriche che influiscono e possono essere utilizzate per valutare la sostenibilità di un emittente, in termini di impatto ambientale, sociale e in relazione alla gestione aziendale (*governance*).

A titolo esemplificativo (ma non esaustivo), il fattore *Environmental* può includere: *i)* l'impatto dell'attività aziendale sul cambiamento climatico; *ii)* la riduzione delle emissioni di CO₂; *iii)* l'efficienza energetica e l'uso di fonti rinnovabili; *iv)* la gestione e il riciclo dei rifiuti, etc.

Il fattore *Social* può contemplare: *i)* i diritti dei lavoratori e le condizioni di lavoro; *ii)* la diversità, l'equità e l'inclusione; *iii)* la salute e la sicurezza sul lavoro; *iv)* l'impatto sulla comunità e la responsabilità sociale; *v)* la protezione dei dati e della *privacy*, etc.

Infine, il fattore *Governance* può riguardare tematiche quali: *i)* la struttura del Consiglio di amministrazione e indipendenza; *ii)* la parità di genere; *iii)* l'etica aziendale e lotta alla corruzione, etc.

Per obiettivi ESG si intendono i miglioramenti (*target*), espressi attraverso metriche definite, che in tale ambito l'emittente intende raggiungere in un determinato arco temporale. In particolare, gli obiettivi possono essere declinati in termini qualitativi (ovvero non misurabili: ad esempio l'obiettivo di miglioramento del benessere della comunità locale e dei territori in cui l'emittente opera) e/o quantitativi (ovvero misurabili: ad esempio l'obiettivo di riduzione entro il 2030 del 50% delle emissioni di gas a effetto serra attualmente prodotte dall'emittente).

2.5 Caratteristiche principali del campione analizzato

Con riferimento all'industria di appartenenza, delle 52 società del campione, 32 appartengono al settore industriale in senso lato, e 20 al comparto finanziario.

La tabella 2.2, di seguito riportata, illustra la ripartizione per settore di appartenenza¹¹ delle società quotate del campione, con l'indicazione: *i)* della capitalizzazione aggregata per settore al 31 dicembre 2022, *ii)* dell'incidenza sulla complessiva capitalizzazione del campione alla medesima data e *iii)* dell'incidenza sulla complessiva capitalizzazione di Borsa sempre al 31 dicembre 2022 (quest'ultima pari a circa 626 miliardi di euro).

11 In base alla classificazione ICB - *Industry Classification Benchmark*.

Tabella 2.2 – Ripartizione settoriale società del campione quotate su Euronext Milan

settore di appartenenza delle società del campione	n° società campione quotate nel 2021	n° società campione quotate nel 2022	capitalizz. di mercato delle società del campione	di peso % su capitalizz. totale del campione	peso % su capitalizz. totale di borsa
Basic Materials	3	3	239	0.2%	0.04%
Consumer Discretionary	10	10	6.314	5.1%	1.01%
Consumer Staples	2	2	192	0.2%	0.03%
Financials	12	9	92.512	75.1%	14.79%
Health Care	3	3	1.205	1.0%	0.19%
Industrials	8	8	12.918	10.5%	2.06%
Real Estate	1	1	76	0.1%	0.01%
Technology	1	1	648	0.5%	0.10%
Telecommunications	1	1	9.048	7.3%	1.45%
Totale	41	38	123.152	100.0%	19.7%

Fonte: elaborazioni su dati di Borsa Italiana. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Capitalizzazione in milioni di euro al 31/12/2022.

La Tabella 2.3 di seguito riportata illustra la ripartizione per settore di appartenenza delle società del campione non quotate sul mercato Euronext Milan.

Tabella 2.3 – Ripartizione settoriale delle società del campione non quotate su Euronext Milan¹

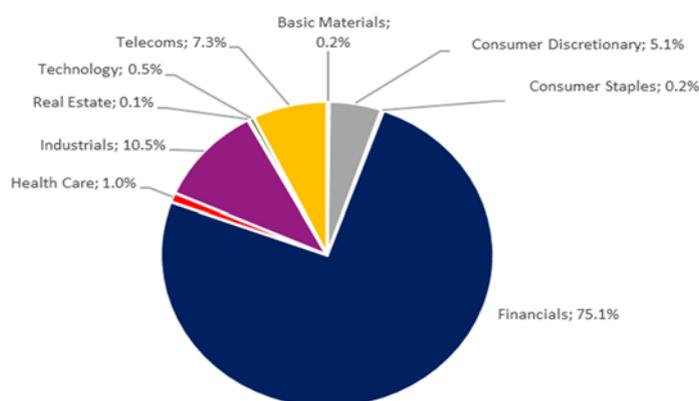
settore di appartenenza all'interno del campione	n° società del campione non quotate nel 2021	n° società del campione non quotate nel 2022
Industrials	1	1
Basic Materials	1	1
Consumer Staples	1	1
Financials	8	11
Totale società non quotate	11	14

Fonte: elaborazioni su dati di Borsa Italiana. ¹ Ai fini dell'analisi si è considerata la quotazione o meno sul mercato regolamentato Euronext Milan. Peraltro, 3 emittenti non quotati sul mercato regolamentato Euronext Milan risultavano quotati su un sistema multilaterale di negoziazione (Vorvel Mtf Sim, ex Hi MTF Sim).

Nel seguito, per brevità, con il termine "industriali" si considereranno, in senso lato, tutte le società appartenenti a settori diversi da quello finanziario. Le 38 società del campione quotate a fine 2022 (in calo di 3 unità rispetto al dato 2021) rappresentano circa il 20% della capitalizzazione complessiva di Borsa al 31 dicembre 2022 (come detto, pari a circa 626 miliardi di euro); la quota maggiore di capitalizzazione del campione (75% circa) è rappresentata da società del settore *financials*, seguita da società del settore *industrials* (10% circa) e *telecommunications* (7% circa), come rappresentato dal grafico sottostante, che riporta la percentuale di

capitalizzazione per settore delle società quotate appartenenti al campione, rispetto alla capitalizzazione totale del campione stesso.

Fig. 2.1 – Peso della capitalizzazione delle società del campione aggregata per settore sul totale della capitalizzazione del campione al 31.12.2022



Fonte: elaborazioni su dati di Borsa Italiana.

Peraltro, sebbene la capitalizzazione del campione sia dominata dagli emittenti del settore *financials* (75% circa), il dato campionario appare più equilibrato termini di numero di emittenti per ciascun settore economico (ciò che rileva ai fini della presente analisi). Infatti, con riferimento al 2022, a fronte di 20 società appartenenti al settore finanziario (di cui 11 non quotate) pari al 38% circa del numero totale di società considerate (52), il campione annovera anche 10 società appartenenti al settore *consumer discretionary*, 9 appartenenti al settore *industrials* (di cui 1 non quotata) e 3 quotate rispettivamente nel settore *health care* e *basic materials*. Ai rimanenti settori rappresentati nel campione sono riconducibili una o al massimo due società.

3 Analisi delle informazioni riportate nei prospetti informativi

La disciplina del prospetto prevede specifici requisiti di *disclosure* in relazione alle strategie e ai piani industriali, indicando specifiche sezioni del prospetto deputate ad accogliere informazioni riferite alle linee strategiche e/o a obiettivi meramente qualitativi e sezioni del prospetto deputate ad accogliere informazioni riferite ai piani industriali, questi ultimi nella loro articolazione di strategie, azioni/assunzioni e obiettivi quantitativi (cc.dd. previsioni di risultato). Un ruolo cruciale nell'ambito dei requisiti di *disclosure* del prospetto è poi svolto dai fattori di rischio, ovvero dalle informazioni segnaletiche delle rischiosità cui sono esposti gli emittenti e i titoli.

Per i motivi già illustrati nella sezione metodologica, degli emittenti ricompresi nel campione sono stati esaminati i prospetti informativi pubblicati negli

anni 2020–2022. Nel corso dell'analisi dei prospetti sono state prese in considerazione le parti degli stessi in cui fosse rinvenibile *disclosure* di tipo ESG, sia che l'informativa fosse di carattere generale, sia che fosse di dettaglio¹². In particolare, l'analisi effettuata nei suddetti prospetti: *i)* ha riguardato il profilo di carattere generale delle informazioni di tipo ESG (paragrafo 3.1), *ii)* si è incentrata sul quadro informativo concernente gli obiettivi ESG eventualmente declinati nell'ambito della rappresentazione della pianificazione industriale (paragrafo 3.2) e, inoltre, *iii)* ha considerato l'informativa relativa ai fattori di rischio ESG (paragrafo 3.3).

3.1 Disclosure ESG nei prospetti informativi

Con riferimento alla *disclosure* di tipo ESG nei prospetti informativi pubblicati nel periodo considerato, la tabella seguente riepiloga il quadro informativo generale, da leggere tenendo conto che il campione è costituito da 52 emittenti (cfr. Tabella 3.1).

Al riguardo, si rileva che, delle 52 società del campione, 21 emittenti hanno pubblicato un prospetto nel 2020, 31 nel 2021 e 10 nel 2022. Come già evidenziato nella Tabella 2.1, i prospetti analizzati hanno riguardato sia strumenti di tipo *equity* che *non equity*; con riferimento a questi ultimi, si precisa che tutti gli strumenti finanziari offerti e/o ammessi a negoziazione erano *bond* di tipo tradizionale.

Da ultimo, si evidenzia inoltre che lo studio ha preso in considerazione un periodo antecedente all'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2023/2631 sulle obbligazioni *green* europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità, entrato in vigore il 21 dicembre 2024. (cfr. Quadro Normativo – // *Prospetto*).

12 Lo schema del Documento di Registrazione per i titoli di capitale di cui all'allegato 1 al Regolamento Delegato (prospetti IPO), alla Sezione 5 "*Panoramica delle attività aziendali*", punto 5.4 "*Strategia e obiettivi*", prevede che sia fornito quanto segue: "[d]escrizione della strategia e degli obiettivi aziendali dell'emittente, sia finanziari che non finanziari (se del caso). La descrizione prende in considerazione le sfide e le prospettive future dell'emittente"; inoltre tale schema, alla Sezione 11 "*Previsioni o stime degli utili*", prevede che, laddove l'emittente abbia pubblicato una previsione o stima degli utili ancora valida o decida di includere una nuova previsione o stima degli utili, siano fornite informazioni puntuali in merito a dette previsioni e alle assunzioni sottostanti (analoga informazione è richiesta dalla Sezione 7 del Documento di Registrazione per le emissioni secondarie di titoli di capitale di cui all'allegato 3 al Regolamento Delegato e dalla Sezione 8 del Documento di Registrazione per i titoli diversi dai titoli di capitale destinati agli investitori al dettaglio di cui all'allegato 6 al richiamato Regolamento Delegato). L'allegato V-bis al Regolamento (UE) 2017/1129 recante informazioni minime da includere del prospetto UE della ripresa, alla Sezione VII "*Informazioni sulle tendenze previste*", prevedeva che fossero fornite informazioni sulla strategia e sugli obiettivi aziendali a breve e a lungo termine dell'emittente, sia in termini finanziari che non finanziari. Inoltre, gli schemi di riferimento dei prospetti prevedono una specifica sezione dedicata ai fattori di rischio e una sezione dedicata ai contratti importanti diversi da quelli conclusi nel corso del normale svolgimento dell'attività. Le informazioni ESG, ove presenti nei prospetti, sono state rinvenute nelle suddette parti e sezioni del documento.

Tabella 3.1 – Società del campione che hanno pubblicato un prospetto con *disclosure* ESG

N° di società	2020	2021	2022	% copertura campione 2020	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Prospetti pubblicati						
con <i>disclosure</i>	16	30	10	31%	58	19%
senza <i>disclosure</i>	5	1	--	9%	2%	--
<i>Totale</i>	<i>21</i>	<i>31</i>	<i>10</i>	<i>40</i>	<i>60%</i>	<i>19%</i>

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

Nel 2020, 16 prospetti (su 21) contenevano *disclosure* relativa a tematiche ESG; nel 2021, il numero di prospetti con *disclosure* ESG passa a 30 (su 31) e, infine, tale numero si attesta a 10 (su 10) nel 2022.

Con riferimento ai settori di appartenenza delle società del campione, nell'anno 2020 i prospetti pubblicati con *disclosure* ESG risultano quasi tutti riconducibili al settore industriale (15 su 16), mentre in un solo caso il prospetto è riconducibile al settore finanziario.

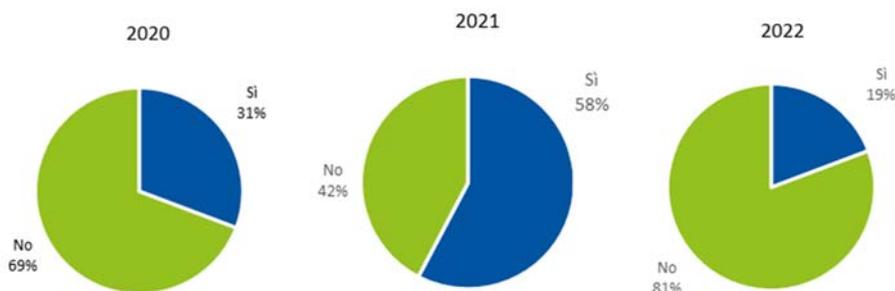
Nel 2021, 13 degli emittenti che hanno pubblicato un prospetto con *disclosure* ESG sono società finanziarie, mentre gli altri 17 sono società industriali.

Infine, nell'anno 2022 la maggior parte dei prospetti pubblicati contenenti *disclosure* ESG riguardava società finanziarie (8 emittenti), e solo in 2 casi società industriali.

Al riguardo, si osserva che la crescita dell'incidenza dei prospetti con *disclosure* ESG nel corso del triennio 2020-2022 potrebbe essere connessa agli sviluppi della normativa europea in materia di fattori di rischio (si consideri ad esempio la guida della BCE sui rischi climatici e ambientali pubblicata nel novembre 2020).

Di seguito è illustrata graficamente la rilevanza del fenomeno (incidenza dei prospetti con *disclosure* ESG sul totale campione).

Fig. 3.1 – Percentuale dei prospetti con *disclosure* di tipo ESG su totale campione



Fonte: elaborazioni su dati campionari.

Una volta individuati i prospetti contenenti *disclosure* di tipo ESG, l'analisi ha quindi evidenziato il contenuto informativo reso, distinguendo tale contenuto in relazione alle principali categorie di sostenibilità trattate (ambientali, sociali e di *governance*; cfr. Tabella 3.2).

Tabella 3.2 – Società del campione che hanno pubblicato un Prospetto con *disclosure* specifica per le diverse categorie ESG

N° di società	2020	2021	2022	% copertura campione 2020	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Prospetti pubblicati	21	31	10	40 %	60 %	19 %
solo temi E	-	6	5	-	12 %	9%
solo temi S	-	-	-	-	-	-
solo temi G	4	3	1	8%	6%	2 %
solo temi E+S	-	1	-	-	2%	-
solo temi E+G	2	7	2	4 %	13 %	4 %
solo temi S+G	3	-	-	6 %	-	-
temi E+S+G	7	13	2	13 %	25 %	4 %
non è presente <i>disclosure</i> ESG	5	1	-	9 %	2 %	-
Totale campione	52	52	52	100 %	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

Al riguardo, l'analisi evidenzia che la *disclosure* citata con maggiore frequenza nei prospetti è quella relativa a tutte e tre le principali categorie ESG (in 22 prospetti nel periodo 2020-2022); in altri 11 casi il prospetto fornisce contestualmente informazioni sulle categorie ambientali e di *governance*. Solo in 6 casi nel periodo considerato non è fornita alcuna significativa *disclosure* in ambito ESG.

A titolo esemplificativo, nella tabella seguente sono riportate alcune tipologie di *disclosure* di tipo ESG nell'ambito dell'informativa resa dai prospetti (cfr. Tabella 3.3).

Tabella 3.3 – Società del campione con particolari categorie di disclosure ESG nei prospetti

categoria	tipologia di <i>disclosure</i>	n° prospetti 2020	n° prospetti 2021	n° prospetti 2022
1	Informazioni in merito al soggetto/comitato con responsabilità della Strategia ESG e rafforzamento dei presidi di <i>governance</i> interna	0 su 21	8 su 31	2 su 10
2	Informazioni in merito ad obiettivi ESG connessi a covenant di contratti finanziari	1 su 21	2 su 31	0 su 10
3	Informazioni in merito all'esclusione di investimenti non sostenibili	0 su 21	1 su 31	1 su 10
4	Informazioni in merito a rischi ESG	16 su 21	28 su 31	10 su 10
5	Informazioni in merito a rating ESG	0 su 21	1 su 31	2 su 10

Fonte: elaborazioni su dati campionari.

In relazione a tali particolari tipologie di *disclosure*, si osserva che quella più frequente concerne informazioni in merito a rischi ESG analizzati dall'emittente (16, 28 e 10 casi rispettivamente su 21, 31 e 10 prospetti pubblicati nel 2020, 2021 e 2022).

Peraltro, la categoria dei rischi ESG ricomprende alcune ricorrenze o *item standard* nei prospetti, (quali, ad esempio, l'informativa sui rischi connessi alla *governance* aziendale, declinati nei rischi connessi ai ruoli chiave, conflitti di interesse degli amministratori, ai rapporti con parti correlate, etc.). Al riguardo, si rinvia al paragrafo 3.3 per un approfondimento.

Si rileva, inoltre, un incremento dei casi di *disclosure* sui soggetti/comitati a cui è assegnata la responsabilità della strategia e/o il rafforzamento dei presidi di *governance* interna relativi ai processi di sostenibilità¹³ dell'emittente (0, 8 e 2 casi rispettivamente su 21, 31 e 10 prospetti pubblicati nel 2020, 2021 e 2022).

Infine, appaiono residuali i casi di *disclosure* in merito alla presenza *i)* di rating ESG richiesto (o già ottenuto) dall'emittente, *ii)* di *policy* inerenti all'esclusione di investimenti non sostenibili in ottica ESG¹⁴, e *iii)* di contratti di finanziamento a favore dell'emittente caratterizzati da *covenant* connessi anche a obiettivi, ovvero al rispetto di parametri, di tipo ESG.

3.2 Obiettivi ESG dei piani industriali nei prospetti informativi

Una volta analizzate le caratteristiche generali della *disclosure* di tipo ESG resa nei prospetti informativi, l'analisi si è focalizzata sulle informazioni relative agli obiettivi ESG definiti nei piani industriali (cfr. Tabella 3.4).

Tabella 3.4 – Società del campione che riportano obiettivi ESG nell'ambito del piano industriale

N° di società	2020	2021	2022	% copertura campione 2020	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Prospetto pubblicato	21	31	10	40 %	60 %	19 %
con obiettivi ESG nell'ambito del piano industriale	2	12	5	4 %	24 %	9.5 %
senza obiettivi ESG nell'ambito del piano industriale	19	19	5	36%	36%	9.5 %
Totale campione	52	52	52	100 %	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

Al riguardo, dall'analisi emerge che gli emittenti che hanno pubblicato un prospetto informativo contenente in particolare *disclosure* relativa a obiettivi ESG

13 Nel presente studio, per "*processi di sostenibilità*" si intendono indirizzi, processi, iniziative e attività finalizzate allo sviluppo sostenibile in ambito ESG dell'emittente.

14 Nel presente studio, per investimenti non sostenibili si intendono investimenti relativi ad aree, industrie o settori nei quali l'emittente ha dichiarato di non voler investire in quanto tali investimenti sono ritenuti avere un impatto negativo sull'ambiente, la società o l'economia, come, ad esempio, combustibili fossili; industrie ad alta intensità di carbonio; armi e difesa; giochi d'azzardo; tabacco e settori con pratiche lavorative non etiche.

riferibili alla pianificazione industriale sono un numero contenuto, pari rispettivamente a circa il 4%, 24% e 9.5% del campione nel 2020, 2021 e 2022. Peraltro, il numero di prospetti che non forniscono alcuna significativa *disclosure* sugli obiettivi aziendali di tipo ESG nei piani industriali risulta rispettivamente pari a 19, 19 e 5 casi nel 2020, 2021 e 2022.

Con riferimento alla tipologia degli strumenti finanziari oggetto del prospetto, il numero di prospetti contenenti *disclosure* sugli obiettivi ESG nell'ambito dell'informativa dedicata alle strategie aziendali e ai piani industriali è costituito prevalentemente da strumenti finanziari di tipo *equity* (rispettivamente, 2 su 2 nel 2020, 8 su 12 nel 2021 e 1 su 5 nel 2022).

Inoltre, l'analisi ha evidenziato che, in un numero limitato di casi, la *disclosure* sugli obiettivi ESG presenti nel piano industriale è dovuta all'utilizzo del prospetto UE della ripresa¹⁵, che prescrive l'inserimento di informazioni in merito agli obiettivi sia finanziari che di sostenibilità.

Con particolare riferimento alla *disclosure* resa nel prospetto in termini quali-quantitativi sugli obiettivi ESG riferibili al piano industriale, si evidenzia preliminarmente, come già menzionato nella nota metodologica, che alcune sezioni dei prospetti sono deputate a rappresentare le linee strategiche dell'emittente (tipicamente, tramite descrizioni di tipo *qualitativo*, come, ad esempio, nella sezione 5 degli allegati 1, 3 e 6 del Documento di Registrazione) e le previsioni e le stime degli utili (tipicamente, anche mediante rappresentazioni di tipo *quantitativo*, come, ad esempio, nella sezione 7 dell'allegato 3 del Documento di Registrazione).

Al riguardo, dall'analisi effettuata nel periodo considerato si è rilevato che, nei prospetti esaminati, in alcuni casi non sono state incluse previsioni o stime degli utili, e che la *disclosure* degli obiettivi ESG riferibili ai piani industriali è solamente (o prevalentemente) di tipo *qualitativo* (rispettivamente in 2, 12 e 5 casi nel 2020, 2021 e 2022; *cfr.* Tabella 3.5).

Tabella 3.5 – Tipologia degli obiettivi ESG riferibili al piano industriale illustrato nel prospetto

N° di società	2020	2021	2022	% copertura campione 2020	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Prospetto pubblicato	21	31	10	40 %	60 %	19 %
obiettivi qualitativi	2	12	5	4 %	24 %	9.5 %
obiettivi quali-quantitativi	-	-	-	-	-	-
senza obiettivi ESG relativi al piano industriale	19	19	5	36 %	36 %	9.5%
Totale campione	52	52	52	100 %	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

15 Regolamento (UE) 2021/337 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021.

Da ultimo, con riferimento al settore di appartenenza degli emittenti, si osserva che nel 2020, entrambi gli emittenti che hanno pubblicato un prospetto con *disclosure* relativa anche a obiettivi ESG riferibili al piano industriale appartengono al settore industriale; nel 2021, 6 appartengono al settore finanziario e 6 al settore industriale, e nel 2022, 4 appartengono al settore finanziario e solo 1 al settore industriale.

3.3 L'informativa ESG sui fattori di rischio

Ben più significativo è il peso degli emittenti del campione che nel prospetto hanno fornito informazioni in merito ai rischi connessi ai fattori ESG.

Va premesso che, in base alla disciplina del prospetto, i fattori di rischio evidenziati in tale documento sono limitati ai rischi che sono specifici dell'emittente (e/o dei suoi titoli) e che sono rilevanti per assumere una decisione d'investimento informata; nel redigere il prospetto l'emittente valuta la rilevanza dei fattori di rischio sulla probabilità che si verifichino e dell'entità prevista del loro impatto negativo¹⁶.

Pertanto, i rischi ESG illustrati nei prospetti pubblicati dal campione di emittenti sono accomunati dal fatto di essere stati valutati dall'emittente in quanto dotati di specificità e di rilevanza. Ciò in quanto la disciplina del prospetto prevede che non siano rappresentati nel prospetto rischi irrilevanti.

Come emerge dall'insieme dei prospetti esaminati, gli emittenti del campione sono esposti anche a rischi connessi: *i)* alla variabile ambientale; *ii)* alla variabile sociale e *iii)* alla *governance*. Al riguardo, si osserva che i rischi **ambientali** che risultano prevalentemente considerati nei prospetti informativi analizzati si articolano in particolare in:

- i)* rischi connessi alla mancata conformità o violazione della normativa ambientale vigente, per cui l'emittente potrebbe essere chiamato:
 - a)* ad affrontare oneri imprevisti, ad esempio per la bonifica connessa al rinvenimento di sostanze nocive/pericolose (es. amianto) presenti in terreni e/o edifici di proprietà; e/o
 - b)* a risarcire in sede giudiziaria gli eventuali danni ambientali (e sociali) causati dal superamento (accidentale) delle soglie di inquinamento consentite per la propria attività (al riguardo, tali tipologie di rischio si riscontrano prevalentemente per gli emittenti del settore industriale);
- ii)* rischio climatico, declinato in rischio fisico (rappresentato dai potenziali danni all'attività aziendale da eventi climatici estremi: alluvioni, siccità, etc.) e rischio di transizione (rappresentato dalle potenziali perdite connesse alla necessità economica / obbligo normativo di riconvertire la propria attività in altre meno impattanti per il riscaldamento globale).

16 Ciò, come statuito dall'art. 16 del Regolamento Prospetto.

Per quanto riguarda i rischi afferenti all'ambito **sociale**, nei prospetti esaminati risultano considerati e valorizzati prevalentemente quelli relativi alla mancata tutela della salute e della sicurezza nei luoghi di lavoro, in alcuni casi al mancato rispetto della parità di genere, e, più in generale, al mancato contrasto della discriminazione e alla mancata tutela dei diritti umani, anche nella catena dei fornitori (c.d. *supply chain*), etc.

Per quanto concerne la **governance**, i profili di rischio riferiti afferiscono prevalentemente alla dipendenza dalle figure chiave, ai potenziali conflitti di interesse degli amministratori, ai rapporti con parti correlate, alla mancata conformità del modello organizzativo interno ai requisiti di cui al d.lgs. 231/2001 e al controllo interno.

L'analisi ha mostrato risultati interessanti in relazione alla rilevanza dell'esposizione degli emittenti del campione ai rischi ESG. Come emerge dalla tabella 3.3 e dalla tabella 3.6, la quasi totalità dei prospetti esaminati nel triennio 2020-2022 contiene la descrizione di rischi relativi ad *almeno* una tipologia di fattori ambientali e/o sociali e/o di **governance**, ovvero circa il 31% dei prospetti nel 2020, il 54% nel 2021 e il 19% nel 2022 (per maggiori dettagli, si veda la Tabella 3.6).

Tabella 3.6 – Società del campione che hanno pubblicato un Prospetto con *disclosure* sui rischi ESG

N° di società	2020	2021	2022	% copertura campione 2020	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Rischi ESG	16	28	10	31 %	54 %	19 %
solo rischi E	-	8	7	-	15 %	13 %
solo rischi S	-	-	-	-	-	-
solo rischi G	4	6	1	8 %	12 %	2 %
Rischi E+S	-	1	-	-	2 %	-
Rischi E+G	2	4	1	4 %	8 %	2 %
Rischi S+G	3	1	-	6 %	2 %	-
Rischi E+S+G	7	8	1	13%	15 %	2 %
Totale campione	52	52	52	100 %	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

Con riferimento ai fattori di rischio **ambientale**, nei prospetti analizzati si osserva una loro maggiore frequenza nel 2021 (rispettivamente in 9, 21 e 9 casi nel 2020, 2021 e 2022); inoltre la *disclosure* su tali fattori di rischio ricorre sia singolarmente, sia congiuntamente alle altre categorie di rischio (sociale e di **governance**).

Considerando la *disclosure* sui fattori di rischio di carattere **sociale**, si rileva che essa non ricorre singolarmente ma solo in associazione alla *disclosure* su altre

tematiche ambientali e di *governance*, e presenta complessivamente una minore frequenza nei prospetti esaminati.

Infine, in relazione ai rischi *governance*, si osserva che essa ricorre sia singolarmente, sia congiuntamente alle altre categorie di rischio in 16, 19 e 3 casi rispettivamente nel 2020, 2021 e 2022.

Focalizzando ora l'analisi dei fattori di rischio sulla specifica *disclosure* relativa al rischio climatico, nel biennio 2020-2021 si rileva un notevole incremento nel numero dei prospetti pubblicati dagli emittenti del campione che considerano anche tale fattore di rischio; tale numero risulta infatti pari rispettivamente a 0 su 21 prospetti pubblicati nel 2020, e a 13 su 31 nel 2021; inoltre, degli emittenti del campione che hanno pubblicato un prospetto anche nel 2022, in 9 casi su 10 è stato considerato il rischio climatico.

Al riguardo, nella maggior parte dei casi emerge che la *disclosure* sul rischio climatico è resa da emittenti appartenenti al settore finanziario. In merito a tale aspetto, si evidenzia che nel novembre 2020 la BCE ha pubblicato una guida sui rischi climatici e ambientali, contenente l'indicazione di aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa¹⁷ (cfr. anche Quadro Normativo - *I Bilanci e l'informativa sui fattori climatici*).

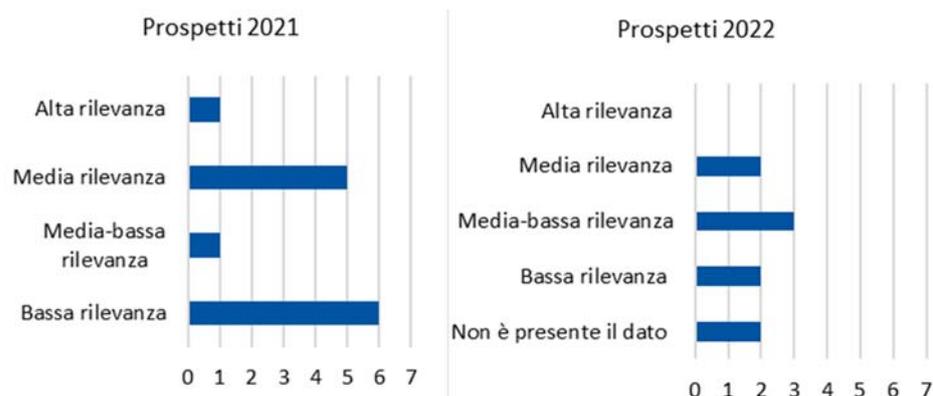
In relazione a ciò, si osserva che, in alcuni casi, l'informativa resa in materia di rischio climatico consiste principalmente in citazioni delle stesse raccomandazioni della BCE, evidenziando una valutazione del rischio ancora *in fieri*, laddove si afferma che l'*assessment* del rischio climatico è programmato o in corso di attuazione. Solo in un numero molto limitato di casi esaminati l'*assessment* di tale rischio risulta compiuto e integrato nelle strategie aziendali¹⁸.

La rilevanza di tale fattore di rischio (valutata dagli emittenti considerando sia la probabilità di accadimento sia gli impatti negativi della manifestazione di suddetto evento) è illustrata nei seguenti grafici (non si riporta quello relativo al 2020 in quanto per tale anno non si è rilevata alcuna *disclosure* attinente al rischio climatico).

17 Cfr. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr201127~5642b6e68d.it.html>

18 Tale evidenza appare in linea con quanto rilevato dalla BCE nella Guida sui Rischi climatici e ambientali (novembre 2020), secondo cui: "Da una valutazione delle informative al pubblico rese dagli enti significativi in materia di rischi climatici e ambientali emergono prassi sporadiche ed eterogenee. Il livello dell'informativa è correlato alle dimensioni: a enti di maggiori dimensioni corrispondono informative più complete. Degli enti che rendono nota l'informativa sui rischi climatici e ambientali sono molto pochi quelli che comunicano in modo trasparente le definizioni e metodologie utilizzate. Soltanto una piccola parte delle informative è conforme alle raccomandazioni della TCFD. Ciò nonostante, la BCE ha rilevato che alcuni enti sono coinvolti in iniziative per la promozione di informative più complete e confrontabili e si stanno altresì adoperando per migliorare le proprie procedure in materia". (Cfr. p. 17 documento citato).

Fig. 3.2 – Ripartizione per rilevanza del rischio di carattere climatico



Fonte: elaborazioni su dati campionari

Come si osserva dai suddetti grafici, con riferimento al 2021, fatta eccezione per un prospetto in cui il rischio di carattere climatico è percepito come medio-basso e per un prospetto in cui il rischio in questione è percepito come alto, le valutazioni sono distribuite tra rischio di media e bassa rilevanza (rispettivamente, 5 e 6 casi).

Con riferimento al 2022, si rileva l'assenza di casi in cui il rischio in questione è percepito come alto, mentre il campione risulta quasi equamente distribuito tra rischio a rilevanza media (2 casi), medio-bassa (3 casi) e bassa (2 casi). Negli altri 2 casi su 10 in cui è analizzato il rischio climatico, non è stata fornita una valutazione sul grado della rilevanza.

3.4 Considerazioni di riepilogo

In sintesi, l'analisi effettuata sui prospetti pubblicati dal campione di emittenti nel periodo considerato ha evidenziato un progressivo aumento della *disclosure* relativa ai fattori ESG, inclusi i relativi rischi, fra cui quello climatico, nell'ambito della pianificazione strategica; tanto premesso, si evidenzia peraltro che l'informativa sugli obiettivi di tipo ESG connessi ai piani industriali è fornita da un numero più ristretto di emittenti, in prevalenza appartenenti al settore finanziario, che forniscono tale specifica informativa, declinata peraltro solamente (o prevalentemente) in senso qualitativo.

Quadro normativo

Il prospetto

Il Regolamento (UE) 2017/1129 contiene le norme relative al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato ("Regolamento Prospetto"). Secondo quanto previsto dalla disciplina sul prospetto, specifiche sezioni del prospetto sono dedicate alla rappresentazione delle strategie/piani aziendali e dei fattori di rischio cui l'emittente è esposto. Il Regolamento Delegato (UE) 2019/980 (che integra il Regolamento Prospetto per quanto riguarda il formato, il contenuto, il controllo e l'approvazione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato) prevede, a seconda dello schema di prospetto da adottare, che siano fornite informazioni di dettaglio in ordine alle strategie e ai piani aziendali. In particolare, lo schema del Documento di Registrazione per i titoli di capitale di cui all'allegato 1 al Regolamento Delegato (UE) 2019/980 (prospetti IPO) prevede alla Sezione 5 "*Panoramica delle attività aziendali*", punto 5.4 "*Strategia e obiettivi*" che sia fornito quanto segue: "*Descrizione della strategia e degli obiettivi aziendali dell'emittente, sia finanziari che non finanziari (se del caso). La descrizione prende in considerazione le sfide e le prospettive future dell'emittente*"; inoltre tale schema prevede alla Sezione 11 "*Previsioni o stime degli utili*" che, laddove l'emittente abbia pubblicato una previsione o stima degli utili ancora valida o decida di includere una nuova previsione o stima degli utili, siano fornite informazioni in merito a dette previsioni e alle assunzioni sottostanti (analoga informazione è richiesta dalla Sezione 7 del Documento di Registrazione per le emissioni secondarie di titoli di capitale di cui all'allegato 3 al Regolamento Delegato (UE) 2019/980 e dalla Sezione 8 del Documento di Registrazione per i titoli diversi dai titoli di capitale destinati agli investitori al dettaglio di cui all'allegato 6 al richiamato Regolamento Delegato).

Da ultimo si evidenzia che l'allegato V-bis al Regolamento Prospetto recante informazioni minime da includere del prospetto UE della ripresa prevede alla Sezione VII "*Informazioni sulle tendenze previste*" che siano fornite informazioni sulla strategia e sugli obiettivi aziendali a breve e a lungo termine dell'emittente, sia in termini finanziari che non finanziari. La possibilità di redigere il prospetto nella forma di prospetto UE della ripresa è terminata il 31 dicembre 2022.

Per quanto concerne i fattori di rischio, l'art. 16 del Regolamento Prospetto prevede alcune disposizioni relative all'inclusione dei fattori di rischio nel prospetto. Inoltre, ai sensi dell'art. 16, comma 4, del Regolamento Prospetto

l'ESMA ha pubblicato alcuni orientamenti in materia di fattori di rischio finalizzati ad assistere le autorità competenti nell'esame della specificità e della rilevanza dei fattori di rischio. In particolare, l'ESMA raccomanda che i fattori di rischio siano suddivisi in categorie in funzione della loro natura, tra le quali dovrebbe esserci quella relativa ai "Rischi connessi a fattori ambientali, sociali e di governance" e fornisce alcuni esempi non esaustivi di fattori di rischio specifici e rilevanti.

Nel 2023, l'ESMA è intervenuta in questa direzione con uno *statement* sulle informazioni da includere nei prospetti informativi in materia di ESG. Il documento illustra le aspettative dell'Autorità europea sulle modalità con cui i requisiti di informativa del Regolamento Prospetto sui temi legati alla sostenibilità dovrebbero essere soddisfatti considerando la transizione ambientale, sociale e di *governance* (ESG). Ciò dovrebbe contribuire a:

- i) garantire che le Autorità nazionali competenti adottino un approccio coordinato al controllo delle informazioni relative alla sostenibilità nei prospetti;
- ii) fornire agli emittenti e ai loro consulenti una comprensione delle informazioni che le Autorità nazionali competenti si aspettano che includano nei loro prospetti;
- iii) sostenere la capacità degli investitori di prendere una decisione d'investimento informata, considerando l'importanza delle informazioni relative alla sostenibilità.

Al riguardo, l'ESMA sottolinea anche l'importanza della rendicontazione non finanziaria dell'emittente ai sensi della direttiva sulle DNF e della rendicontazione di sostenibilità CSRD delle imprese¹⁹.

Per quanto riguarda il rischio climatico, si rimanda in particolare alla *Guidance* BCE (2020) costituita dalla Guida sui rischi climatici e ambientali²⁰.

Ciò posto, si richiama l'attenzione all'avvenuta pubblicazione in GUUE del Regolamento (UE) 2024/2809 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 ("*Listing Act*") e, in particolare, alle modifiche al Regolamento (EU) 2017/1129 entrate in vigore dal 4 dicembre 2024²¹.

19 Cfr. ESMA provides insights into the expected sustainability disclosures in prospectuses, 2023, disponibile su <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-insights-expected-sustainability-disclosures-prospectuses>.

Per il documento, <https://www.esma.europa.eu/document/statement-sustainability-disclosure-prospectuses>.

20 Cfr. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr2011127~5642b6e68d.it.html>.

21 Cfr. Regolamento (EU) 2024/2809 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=OJ%3AL_202402809.

Nello specifico, il *Listing Act* rappresenta un pacchetto di atti legislativi volti a modificare il Regolamento Prospetto, Regolamento (EU) n.596/2014 (Regolamento sugli abusi di mercato) e il Regolamento (EU) n.600/2014 (Regolamento sui mercati degli strumenti finanziari) con l'obiettivo di rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali.

Da ultimo, si richiama l'attenzione all'avvenuta pubblicazione in GUUE del Regolamento (UE) 2023/2631 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 novembre 2023, sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità, entrato in vigore il 21 dicembre 2024²².

In particolare, il suddetto regolamento stabilisce: *i*) requisiti uniformi per gli emittenti che desiderano avvalersi della denominazione «obbligazione verde europea» o «EuGB» (*European green bond*); *ii*) istituisce un sistema di registrazione e di vigilanza per i verificatori esterni delle EuGB e *iii*) fornisce modelli di informativa, in particolare per le informazioni pre-emissione e per le relazioni di allocazione legate agli EuGB.

4 Analisi delle informazioni riportate nelle dichiarazioni non finanziarie (DNF)

4.1 Disclosure ESG relativa ai piani industriali resa nelle DNF

Dopo l'esame dell'informativa resa nei prospetti, l'analisi dei fattori ESG considerati nei piani industriali è proseguita esaminando le relative informazioni riportate nelle DNF delle società del campione²³ (cfr. Tabella 4.1).

Preliminarmente, si evidenzia che nel presente capitolo, a differenza del precedente e dei successivi, si è data per scontata la presenza di *disclosure* ESG (ai sensi del decreto legislativo 254/2016); pertanto, il *focus* del capitolo è sull'analisi degli (eventuali) obiettivi ESG del piano industriale e riportati nelle DNF.

Si specifica che, sebbene il Listing Act sia entrato in vigore il 4 dicembre 2024, alcune modifiche troveranno applicazione tra il 2025 e il 2026.

22 Cfr. Regolamento (UE) 2023/2631 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 novembre 2023, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202302631

23 In alcuni casi, i piani strategici menzionati nelle DNF avevano un orizzonte temporale che si concludeva nel 2021 o 2022.

Tabella 4.1 – Società del campione che hanno pubblicato la DNF

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
DNF obbligatoria	32	31	61 %	60 %
DNF volontaria	3	3	6 %	6 %
DNF non pubblicata	17	18	33 %	34 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Il dato relativo a DNF non pubblicata si riferisce a società non soggette alla disciplina vigente.

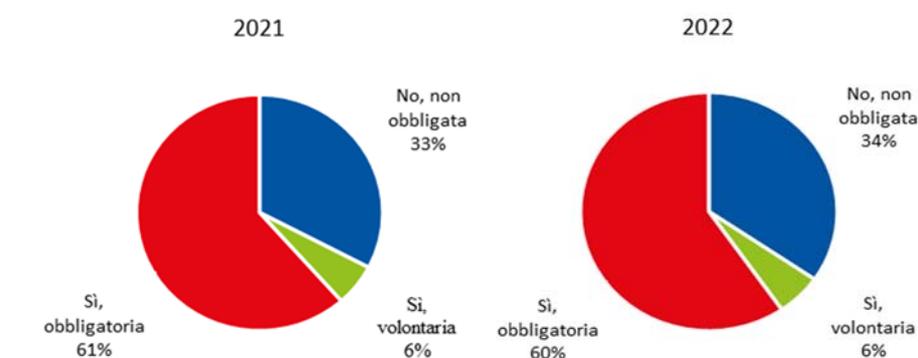
In primo luogo, con riferimento all'esercizio di rendicontazione 2021, è stato riscontrato che delle 52 società del campione, 35 (pari al 67% circa del totale) hanno pubblicato una DNF ai sensi del decreto legislativo 254/2016 nel corso del 2022, delle quali 3 in forma volontaria. Con riferimento all'esercizio di rendicontazione 2022, il numero delle società del campione che hanno pubblicato una DNF nel corso del 2023 è diminuito di una unità, attestandosi a 34 (66% circa del totale), delle quali 3 in forma volontaria (numero invariato rispetto al 2021).

Le società del campione che non erano obbligate e non hanno pubblicato la DNF sono state pari a 17 nel 2021 e 18 nel 2022.

Inoltre, con riferimento ai settori di appartenenza delle società che hanno fornito un'informativa sugli obiettivi ESG del piano industriale nelle proprie DNF, delle 35 società del campione che hanno redatto la DNF riferita al 2021 come esercizio di rendicontazione, 14 appartengono al settore finanziario e 21 sono società industriali in senso lato (*cfr.* metodologia). Con riferimento al 2022 come esercizio di rendicontazione, delle società che hanno pubblicato la DNF 11 appartengono al settore finanziario e 23 sono società industriali.

Di seguito è illustrata graficamente la rilevanza di tale fenomeno.

Fig. 4.1 – Società del campione che hanno pubblicato la DNF



Fonte: elaborazioni su dati campionari.

Infine, si osserva che tra le società che non hanno redatto la DNF, 6 nel 2021 e 5 nel 2022 hanno comunque pubblicato un documento di sostenibilità volontario (diverso da quello previsto dalla disciplina della DNF volontaria ai sensi della normativa vigente e pertanto non sottoposto al controllo della Consob), denominato in genere "Bilancio di Sostenibilità" ma anche (in un caso) "Bilancio Sociale e di Missione". In questi documenti non risultano essere citati obiettivi ESG riferiti al piano industriale.

Al riguardo, in alcuni casi si è rilevato che la DNF fa riferimento a obiettivi ESG non riferibili direttamente al piano industriale, ma a un Piano di sostenibilità aziendale / Piano ESG peraltro definito "*strategico*", ovvero "*integrato nelle linee di indirizzo strategiche*" del Piano industriale, ovvero definito esplicitamente "*parte integrante*" del Piano industriale (*scilicet* strategico); in tali casi, e solo in tali casi, tali obiettivi sono stati considerati comunque afferenti al Piano industriale in senso lato (*cf.* metodologia).

Ciò premesso, con riguardo alle società che nella DNF hanno citato obiettivi ESG riferibili al piano industriale, esse risultano pari a 11 (corrispondenti al 21% circa del campione) con riferimento alle DNF del 2021, mentre il dato sale a 17, pari al 33% circa del campione per il 2022 (*cf.* Tab. 4.2).

Tabella 4.2 – Società del campione che riportano obiettivi ESG del piano industriale nella DNF

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
DNF pubblicata	35	34	67 %	66 %
con obiettivi ESG	11	17	21 %	33%
senza obiettivi ESG	24	17	46 %	33 %
DNF non pubblicata	17	18	33 %	34%
Totale campione	52	52	100 %	100 %

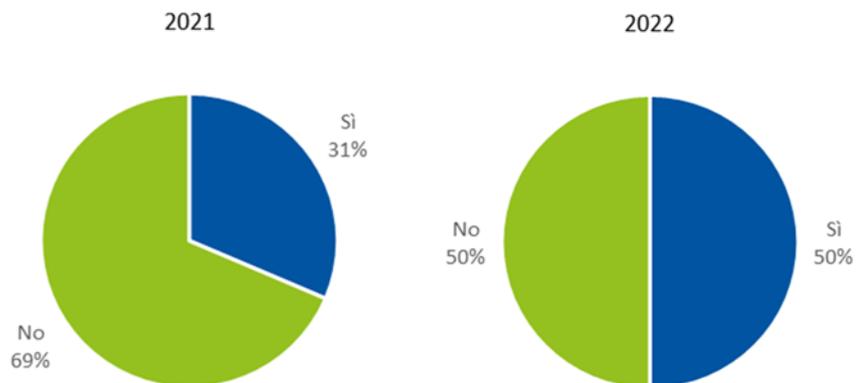
Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Il dato relativo a DNF non pubblicata si riferisce a società non soggette alla disciplina vigente.

In particolare, di tali società 7 appartenevano al settore finanziario e 4 al settore industriale nel 2021, mentre, con riferimento al 2022, il dato risulta rispettivamente pari a 10 e 7.

Nelle restanti DNF (24 per il 2021 e 17 per il 2022, pari rispettivamente al 46% e al 33% circa del campione), non sono stati riscontrati riferimenti a obiettivi ESG integrati nei piani industriali.

Di seguito è illustrata graficamente la rilevanza di tale fenomeno.

Fig. 4.2 – Società del campione con obiettivi ESG del piano industriale nelle DNF pubblicate



Fonte: elaborazioni su dati campionari. Percentuali calcolate in rapporto al numero di DNF pubblicate dalle società del campione.

In merito, inoltre, alla consuntivazione dei risultati conseguiti nel corso dell'anno, si rileva che 8 società su 11 che riportano nella DNF 2021 informazioni sugli obiettivi ESG del piano industriale, hanno altresì fornito talune informazioni di riscontro sull'avanzamento e/o sul raggiungimento di obiettivi ESG riferiti al medesimo piano oppure ai piani industriali relativi agli anni precedenti (cfr. Tabella 4.3).

Tabella 4.3 – Società del campione che rendicontano il conseguimento di obiettivi ESG dei piani industriali citati nelle DNF

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Si	8	13	15 %	25 %
No	3	4	6 %	8 %
DNF non specifica obiettivi nel piano industriale	24	17	46 %	33 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

In sintesi, dall'analisi emerge che delle 35 società del campione che hanno pubblicato la DNF nel 2021, solamente 11 (pari al 21% circa del campione) hanno riportato informazioni relative agli obiettivi ESG riportati nei piani strategici, e tra queste, 8 hanno altresì fornito informazioni sul raggiungimento di tali obiettivi.

Con riferimento al 2022, il dato relativo alle società del campione che hanno pubblicato la DNF con informazioni sugli obiettivi ESG sale a 17 (pari al 33% circa del campione), di cui 13 hanno fornito anche un rendiconto almeno sommario degli obiettivi nel 2022.

4.2 Obiettivi ESG dei piani industriali nelle DNF

L'analisi degli obiettivi ESG dei piani industriali citati nelle DNF è stata approfondita prendendo in considerazione un duplice profilo: da un lato, si è tenuto conto della natura qualitativa o quantitativa (tipologia) degli obiettivi; dall'altro, è stata esaminata l'appartenenza degli obiettivi a determinati *cluster* (categoria).

Con riferimento al primo aspetto, dall'analisi effettuata è emerso che la tipologia (e la relativa *disclosure*) degli obiettivi ESG riferibili al piano industriale fornita dalle società è prevalentemente di tipo *misto* (quali-quantitativo), sia nel 2021 che nel 2022, sebbene in tale tipologia siano state incluse anche le (numerose) DNF caratterizzate dalla *disclosure* di obiettivi *prevalentemente qualitativi* (cfr. Tabella 4.4).

Tabella 4.4 - Tipologia di obiettivi ESG dei Piani industriali nelle DNF

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Solo qualitativi	1	2	2 %	4 %
Solo quantitativi	1	1	2 %	2 %
Quali-quantitativi	9	14	17 %	27 %
DNF non specifica obiettivi nel piano industriale	24	17	46 %	33 %
DNF non pubblicata	17	18	33 %	34 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Il dato relativo a DNF non pubblicata si riferisce a società non soggette alla disciplina vigente.

In particolare, 9 società per il 2021 e 14 per il 2022 hanno riportato obiettivi di tipo quali-quantitativo nelle proprie DNF. In un solo caso, in entrambi gli anni considerati, la DNF della società fornisce una *disclosure* di tipo essenzialmente quantitativo sugli obiettivi ESG del piano industriale, mentre in altri due casi (nel 2022) la tipologia degli obiettivi è in sostanza solo qualitativa.

Per quanto riguarda le società che non riportano obiettivi ESG nelle DNF (rispettivamente 24 nel 2021 e 17 nel 2022), si osserva che sebbene numerose DNF consuntivino i livelli conseguiti da indicatori ESG di tipo quantitativo, le stesse non specificano se vi fossero e quali fossero i *target* previsti.

Inoltre, con riferimento ai settori di appartenenza delle società che hanno fornito un'informativa sugli obiettivi ESG del piano industriale nelle proprie DNF, l'analisi ha evidenziato per il 2021 un maggior dettaglio reso dalle società finanziarie, che rappresentano il 64% circa degli emittenti che hanno fornito tali informazioni, dato in linea con il 2022.

Con riferimento alle categorie degli obiettivi, l'analisi ha evidenziato la considerazione delle tematiche ambientali da parte di tutte le società che hanno indicato nelle DNF obiettivi ESG del piano industriale (11 casi nel 2021 e 17 casi nel 2022), mentre nelle DNF relative al 2021 le tematiche sociali sono state incluse fra gli obiettivi strategici da 10 società. Con riferimento al 2022, il dato riguarda rispettivamente 16 società per le tematiche sociali e 14 società per i temi di governance (cfr. Tabella 4.5).

Tabella 4.5 – Società del campione per categorie di obiettivi ESG presenti nelle DNF

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
solo temi E	1	1	2 %	2 %
solo temi S	-	-	-	-
solo temi G	-	-	-	-
temi E + S	1	2	2%	4%
temi S + G	-	-	-	-
temi E + S + G	9	14	17%	27 %
DNF non specifica obiettivi del piano industriale	24	17	46 %	33 %
DNF non pubblicata	17	18	33 %	34 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Il dato relativo a DNF non pubblicata si riferisce a società non soggette alla disciplina vigente.

A titolo esemplificativo, la tabella seguente riporta, per le tre categorie ESG, alcuni degli obiettivi più frequenti rilevati nell'analisi delle società del campione (cfr. Tabella 4.6).

Tabella 4.6 – Categorie di obiettivi ESG dei Piani strategici/industriali citati nelle DNF

Macro categoria	Categorie di obiettivi	N° DNF 2021	N° DNF 2022
<i>Environmental</i>	<i>Include obiettivi di riduzione delle emissioni; attenzione ai parametri ambientali nella gestione del credito; utilizzo di materiali ecosostenibili e riciclabili nella produzione; utilizzo energia rinnovabile; mitigazione degli impatti ambientali; processi di produzione a basso impatto ambientale</i>	11	17
<i>Social</i>	<i>Include obiettivi di gestione del personale; iniziative per la comunità; rapporti con la clientela; sviluppo prodotti ESG</i>	10	16
<i>Governance</i>	<i>Include obiettivi di valutazione ESG fornitori; tracciabilità e trasparenza della catena di fornitura; remunerazioni sostenibili; rafforzamento governance ESG</i>	9	14

Fonte: elaborazioni su dati campionari.

Fra gli specifici obiettivi ESG, in ambito ambientale rientrano la riduzione delle emissioni, l'utilizzo di materiali riciclabili, il ricorso alle fonti energetiche rinnovabili (rispettivamente 11 e 17 casi nel 2021 e 2022).

In particolare, in diverse DNF delle società finanziarie ricomprese nel campione emerge l'attenzione ai parametri ambientali (e, più in generale, a parametri di sostenibilità in senso lato) nella gestione del credito, nella selezione degli investimenti sostenibili e nell'allocazione del risparmio gestito.

Con riferimento agli obiettivi strategici di *governance*, si evidenzia inoltre la crescente attenzione verso le relative tematiche almeno lungo le seguenti direttrici:

- a) rafforzamento delle strutture di *governance* preposte al presidio dei temi ESG (ad esempio mediante costituzione di comitati endoconsiliari *ad hoc*, ovvero conferimento di deleghe ad altre unità, anche con riporto diretto all'amministratore delegato);
- b) evoluzione delle politiche remunerative (non solo al livello apicale, ma anche per il *middle management*) con l'introduzione di parametri connessi anche a *target* di sostenibilità, sia nella componente a breve termine che in quella a lungo termine (e tale tendenza si rileva non solo nelle società appartenenti al settore finanziario, ma anche a quello industriale);
- c) crescente scrutinio della *supply chain*, a testimonianza della rilevanza della *compliance* (conformità) della catena di fornitura nell'ambito degli obiettivi ESG definiti dalle singole società.

A conclusione del presente capitolo, il Quadro Normativo seguente riporta una breve sintesi degli aggiornamenti concernenti la normativa sulle DNF.

4.3 Considerazioni di riepilogo

In sintesi, l'analisi effettuata sulle DNF del campione di società esaminato ha evidenziato, nel periodo considerato, che la tipologia (e la relativa *disclosure*) degli obiettivi ESG riferibili al piano industriale fornita dalle società è prevalentemente di tipo *misto* (quali-quantitativo) sia nel 2021 che nel 2022, sebbene in tale tipologia siano state incluse anche le (numerose) DNF caratterizzate dalla *disclosure* di obiettivi *prevalentemente qualitativi*. Inoltre, con riferimento al settore di appartenenza delle società del campione, è altresì emerso per il 2021 un maggior dettaglio reso dalle società finanziarie, che rappresentano il 64% circa degli emittenti che hanno fornito tali informazioni, dato in linea con il 2022.

Quadro normativo

La dichiarazione non finanziaria (DNF)

La direttiva 2014/95/UE (*disclosure of non financial and diversity information* - NFRD), recepita nel nostro ordinamento con il decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254, prevede l'obbligo per le imprese qualificabili come "enti di interesse pubblico" (emittenti europei con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'UE, banche, imprese di assicurazione e altri soggetti designati dagli Stati membri) che superino taluni requisiti dimensionali²⁴ di pubblicare unitamente alla relazione sulla gestione o in una relazione distinta una Dichiarazione Non Finanziaria (DNF). Tale dichiarazione deve includere, almeno, informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua strategia di *business* e dell'impatto della sua attività.

La direttiva 2022/2464 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (di seguito anche la "Direttiva" o CSRD), pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'UE il 16 dicembre 2022 ed entrata in vigore il 5 gennaio 2023, modifica significativamente la disciplina in materia di DNF introdotta con la "NFRD".

Per le imprese che rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva²⁵, è previsto l'obbligo di pubblicare informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione

24 Ossia che: i) abbiano avuto in media durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a 500 e ii) alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno uno dei seguenti limiti dimensionali:

- un totale dello stato patrimoniale di almeno 20 milioni di Euro;
- un totale dei ricavi netti delle vendite o delle prestazioni di almeno 40 milioni di Euro.

25 In particolare, la Direttiva ha previsto una significativa estensione dell'ambito soggettivo di applicazione della disciplina sulla rendicontazione non finanziaria (adesso, rendicontazione di sostenibilità) rispetto a quanto previsto dalla NFRD; in sintesi, secondo quanto previsto dalla CSRD l'obbligo di pubblicare la rendicontazione di sostenibilità si applica:

a tutte le grandi imprese come definite nella direttiva Accounting, indipendentemente dalla quotazione, venendo così ridotto il requisito occupazionale da 500 a 250 dipendenti;

dal 1° gennaio 2026, anche alle piccole e medie imprese ("PMI") con valori mobiliari quotati su un mercato regolamentato dell'UE (con eccezione delle microimprese);

in forza delle modifiche apportate alla Direttiva *Transparency*, anche agli emittenti di Paesi terzi con valori mobiliari quotati in mercati regolamentati dell'UE.

Inoltre, a partire dall'esercizio 2028 troverà applicazione anche lo specifico regime di rendicontazione di sostenibilità concernente le imprese di Paesi terzi che operano, per il tramite di un'impresa figlia o di una succursale, in uno Stato Membro, e superano i requisiti disciplinati dall'articolo 40-bis della Direttiva.

(rendicontazione di sostenibilità)²⁶. Tali informazioni devono essere fornite nella relazione sulla gestione e devono essere chiaramente identificabili tramite un'apposita sezione, con il conseguente venir meno della facoltà di pubblicare tale informativa in un documento separato.

La Direttiva troverà una prima applicazione, sebbene parziale, con riferimento all'esercizio finanziario 2024 e, quindi, alle rendicontazioni di sostenibilità pubblicate nel 2025²⁷. Il termine di recepimento per gli Stati membri è stato fissato, ai sensi dell'articolo 5 della Direttiva, al 6 luglio 2024. Al riguardo, la direttiva in oggetto è stata recepita nel nostro ordinamento dal d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, pubblicato in G.U. in data 10 settembre 2024. In data 13 dicembre 2024, la Consob ha pubblicato in consultazione le proposte di modifica del Regolamento Emittenti in tema di rendicontazione di sostenibilità, in attuazione delle deleghe regolamentari contenute nel sopracitato decreto legislativo.

Infine, nel dicembre 2024 la Presidente della Commissione Europea ha annunciato la volontà di consolidare in una regolamentazione *Omnibus* le discipline CSRD, Tassonomia e CS3D (Corporate Sustainability Due Diligence Directive) con l'obiettivo di ridurre la *regulatory burden* per gli operatori, semplificando il quadro normativo senza comprometterne l'efficacia e l'ambizione. La proposta di direttiva è stata pubblicata il 26 febbraio 2025 con il seguente oggetto: "*amending Directives 2006/43/EC, 2013/34/EU, (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements*".

Le principali modifiche nel settore dell'informativa sulla sostenibilità consentiranno di: *i)* esonerare circa l'80% delle imprese dall'ambito di applicazione della direttiva relativa alla rendicontazione societaria di sostenibilità (CSRD), concentrando i suddetti obblighi di informativa sulle imprese di più grandi dimensioni (con un numero di dipendenti maggiore di 1000); *ii)* posticipare di due anni (fino al 2028) gli obblighi di informativa per le imprese che attualmente rientrano nell'ambito di applicazione della CSRD e che sono tenute a comunicare le informazioni a partire dal 2026 o dal 2027; *iii)* ridurre l'onere degli obblighi di informativa relativi alla tassonomia dell'UE e limitarlo alle imprese di dimensioni maggiori (con più di 1000 dipendenti, corrispondenti all'ambito di applicazione della CS3D), mantenendo la possibilità di informativa su base volontaria per le altre grandi imprese nel futuro ambito di applicazione della CSRD; *iv)* introdurre

26 Le informazioni dovranno specificare una pluralità di aspetti: modello di *business*, strategia aziendale, obiettivi di sostenibilità e relativi progressi, *policy* aziendali, ruolo degli organi societari, processi di *due diligence*, principali impatti avversi legati anche alla catena del valore, principali rischi per l'impresa.

27 La Direttiva ha infatti previsto un regime di applicazione differenziato in ragione della tipologia di impresa considerata (cfr. l'articolo 5). In particolare, nell'esercizio finanziario 2024 il nuovo regime di *reporting* troverà applicazione con riferimento alle imprese già soggette alla NFRD. A partire dallo stesso esercizio inizieranno a trovare applicazione anche le modifiche apportate alla direttiva *Audit*.

l'opzione di comunicare informazioni sulle attività parzialmente allineate alla tassonomia, promuovendo una graduale transizione ambientale delle attività nel corso del tempo; v) introdurre una soglia di rilevanza finanziaria per la comunicazione in materia di tassonomia e ridurre di circa il 70% i modelli da utilizzare per la presentazione delle informazioni; vi) semplificare i criteri DNSH ("Do No Significant Harm" - "non arrecare un danno significativo") più complessi per la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento in relazione all'uso e alla presenza di sostanze chimiche, in particolare quelli che si applicano orizzontalmente a tutti i settori economici nell'ambito della tassonomia dell'UE; vii) adeguare, tra l'altro, il principale indicatore chiave di prestazione basato sulla tassonomia per le banche, il Green Asset Ratio (GAR). Le banche potranno escludere dal denominatore del GAR le esposizioni relative a imprese che non rientrano nell'ambito di applicazione futuro della CSRD (ossia imprese con meno di 1000 dipendenti e con un fatturato inferiore a 50 milioni di €).

5 Analisi delle informazioni ESG riportate nelle relazioni finanziarie annuali

5.1 Disclosure ESG nelle relazioni finanziarie annuali

Come detto, l'analisi si è concentrata anche nella disamina delle informazioni inerenti agli impatti dei fattori ESG sui piani industriali contenute nelle relazioni finanziarie annuali delle società del campione relative agli esercizi 2021 e 2022. Gli elementi emersi dall'analisi sono illustrati al paragrafo 5.3 "Obiettivi ESG dei piani industriali nelle relazioni finanziarie annuali".

Preliminarmente, si osserva che un'elevata percentuale delle società del campione riporta nelle relazioni finanziarie annuali informativa ESG (sia di carattere generale che di dettaglio). Tale percentuale ammonta all'83% circa con riferimento all'esercizio 2021 e all'85% circa con riferimento all'esercizio 2022 (cfr. Tabella 5.1).

Tabella 5.1 – Società del campione che riportano disclosure ESG nelle relazioni finanziarie annuali

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
con disclosure	43	44	83%	85%
senza disclosure	8	6	15%	12%
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Per quanto indicato nella nota metodologica (cfr. capitolo 2, nota n.5), il numero di relazioni finanziarie pubblicate è inferiore al numero di emittenti inclusi nel campione.

Come emerge dalla suddetta tabella, il numero degli emittenti che forniscono *disclosure* ESG nelle relazioni finanziarie è risultato alquanto elevato nel periodo considerato (attestandosi rispettivamente a 43 casi nel 2021 e a 44 casi nel 2022); ciò, si osserva, verosimilmente anche a seguito delle raccomandazioni pubblicate dall'ESMA sulle questioni legate al clima relative, a partire dal 2021, non soltanto alle DNF ma anche alle relazioni finanziarie (cfr. ESMA ECEP 2021, 2022²⁸). Con riferimento alla tipologia quali-quantitativa della *disclosure* ESG fornita nelle relazioni finanziarie annuali, si evidenzia che la *disclosure* resa nei suddetti documenti è principalmente di tipo qualitativo (rispettivamente 56% circa del campione per l'esercizio 2021 e 54% circa del campione per l'esercizio 2022 (cfr. Tabella 5.2).

In particolare, dalle informazioni contenute nella suddetta tabella, risulta che per le società del campione che hanno fornito *disclosure* ESG di tipo qualitativo, l'informativa resa appare sostanzialmente generica, riducendosi a un mero richiamo al concetto di sostenibilità. A titolo di esempio, nel bilancio 2021 di un emittente del campione è riportato che: "(...) il Gruppo è impegnato a integrare nel proprio piano industriale e negli strumenti di incentivazione le tematiche di sostenibilità, monitorando gli elementi rilevanti attraverso analisi di scenario". Analoga informazione è fornita dallo stesso emittente nel bilancio 2022.

Tabella 5.2 – Società del campione per tipologia di *disclosure* ESG nelle relazioni finanziarie annuali

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Qualitativa	29	28	56%	54%
Quali-quantitativa	14	16	27%	31%
senza <i>disclosure</i>	8	6	15%	12%
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Per quanto indicato nella nota metodologica (cfr. capitolo 2, nota n.5), il numero di relazioni finanziarie pubblicate è inferiore al numero di emittenti inclusi nel campione.

Con riferimento alle categorie di *disclosure* citate nelle relazioni finanziarie annuali, di seguito si riporta – a titolo esemplificativo – la frequenza di alcune specifiche tematiche (cfr. Tabella 5.3).

28 Cfr. ESMA32-63-1186, Public Statement on the European Common Enforcement Priorities 2021 (europa.eu); ESMA32-63-1320, ESMA statement on European Common Enforcement priorities for 2022 annual reports (europa.eu). Per il periodo successivo a quello analizzato, vedi anche ESMA32-193237008-1793, Statement on European Common Enforcement priorities for 2023 annual reports (europa.eu); https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-10/ESMA32-193237008-8369_2024_ECEP_Statement.pdf

Tabella 5.3 – Società del campione con particolari categorie di *disclosure* ESG nelle relazioni finanziarie annuali

categoria	tipologia di disclosure	n° di società 2021	n° di società 2022
1	Informazioni in merito al soggetto/comitato con responsabilità della Strategia ESG e rafforzamento dei presidi di governance interna	15	21
2	Informazioni in merito ad obiettivi ESG connessi a covenant di contratti finanziari	5	6
3	Informazioni in merito all'esclusione di investimenti non sostenibili	2	3
4	Informazioni in merito a rischi ESG	34	37
5	Informazioni in merito a rating ESG	12	15

Fonte: elaborazioni su dati campionari.

Al riguardo, appare significativo che per le tematiche indicate nella tabella sopra riportata si osservi in generale nel 2022 un incremento dei casi di *disclosure* rispetto al 2021; in particolare, le informazioni in merito al soggetto/comitato cui è assegnata la responsabilità della Strategia ESG e rafforzamento dei presidi di *governance* interna ricorrono nel campione in 15 casi nel 2021 e in 21 casi nel 2022, mentre le informazioni in merito a *covenant* di contratti finanziari connessi a obiettivi ESG ricorrono nel campione in 5 casi nel 2021 e in 6 casi nel 2022.

Con riferimento alla presenza di rating ESG, l'informativa nel campione ricorre in 12 casi nel 2021 e in 15 casi nel 2022. Le società del campione che hanno fornito informazioni afferenti all'esclusione di investimenti non sostenibili sono 2 casi nel 2021 e 3 casi nel 2022. Infine, il numero di società del campione che hanno fornito informazioni in merito ai rischi ESG è incrementato nel periodo in esame da 34 a 37 casi.

Tali dati sembrerebbero pertanto suggerire una crescente integrazione dei fattori ESG nelle concrete dinamiche finanziarie aziendali.

5.2 Focus sul rischio climatico

Nelle *European common enforcement priorities* a partire dal 2021 ("ECEP 2021") l'ESMA ha indicato che, al fine di facilitare l'accesso degli investitori alle informazioni su questioni rilevanti legate al clima nei documenti finanziari, gli emittenti sono incoraggiati a includere tutte le informazioni richieste dai principi contabili IFRS su tali tematiche, comprese quelle riguardanti le perdite attese su crediti, in un'unica nota o in alternativa in una tabella con indicazioni sulle note in cui sono riportate dette informazioni.

Nel 2021, 25 società (pari al 48% circa del campione analizzato) hanno introdotto un paragrafo con specifico riferimento ai rischi legati al clima. Di tali società,

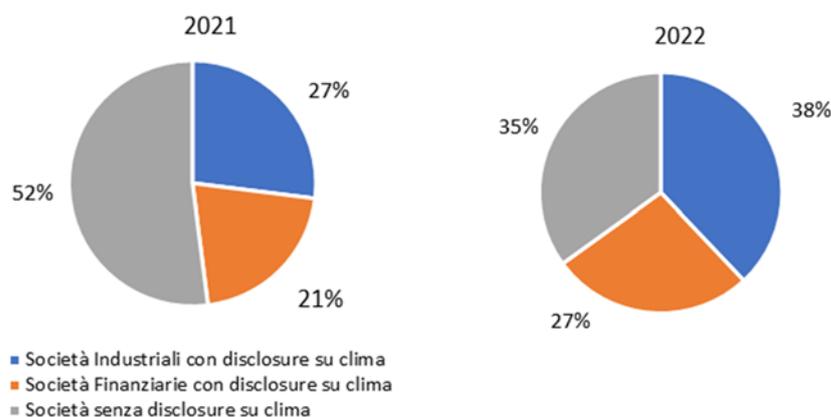
14 appartengono al settore industriale (su un totale di 32 emittenti industriali presenti nel campione) e 11 appartengono al settore finanziario (su un totale di 20 emittenti finanziari nel campione)²⁹.

Inoltre, 11 di tali 25 società hanno valutato nella propria relazione finanziaria annuale come rilevante il rischio climatico; di esse, 9 sono società industriali, e 2 appartengono al settore finanziario.

Nel 2022, il 65% circa delle società analizzate (pari a 34, delle quali 20 industriali e 14 finanziarie) ha introdotto un paragrafo con specifico riferimento ai rischi legati al clima. Il dato è in significativo aumento rispetto al 2021, verosimilmente, come già accennato, anche a seguito delle già menzionate raccomandazioni pubblicate dall'ESMA nelle ECEP a partire dal 2021 in merito alla rappresentazione dei rischi climatici.

Di seguito è illustrata graficamente la rilevanza crescente di tale fenomeno nel biennio 2021 e 2022.

Fig. 5.1 – Società del campione e disclosure specifica sul rischio climatico



Fonte: elaborazioni su dati campionari.

5.3 Obiettivi ESG dei piani industriali nelle relazioni finanziarie annuali

Con particolare riferimento agli obiettivi dei piani industriali si evidenzia che solo una ridotta percentuale delle società del campione richiama obiettivi ESG nei documenti finanziari analizzati. Tale percentuale è pari al 25% circa con riferimento all'esercizio 2021 e al 37% circa con riferimento all'esercizio 2022 (cfr. Tabella 5.4).

29 Non hanno introdotto un paragrafo sui rischi legati al cambiamento climatico 18 società industriali.

Tabella 5.4 – Società del campione che riportano obiettivi ESG dei piani industriali nelle relazioni finanziarie

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
con obiettivi ESG	13	19	25%	37%
senza obiettivi ESG	38	31	73%	60%
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Per quanto indicato nella nota metodologica (cfr. capitolo 2, nota n.5), il numero di relazioni finanziarie pubblicate è inferiore al numero di emittenti inclusi nel campione.

Al riguardo, come già visto per la *disclosure* in generale, anche le informazioni in merito agli obiettivi ESG presenti nei piani industriali fornite all'interno delle relazioni finanziarie esaminate sono principalmente riferite a obiettivi di tipo qualitativo³⁰.

In particolare, nel 2021, 9 società hanno prodotto un'informativa essenzialmente qualitativa sugli obiettivi di sostenibilità (pari al 17% circa del campione), mentre soltanto 4 società hanno fornito una *disclosure* quali-quantitativa (pari all'8% circa dei casi).

Con riferimento al 2022, si rileva un lieve aumento delle società che forniscono *disclosure* sugli obiettivi ESG nelle relazioni finanziarie. In particolare, 11 società hanno prodotto un'informativa sugli obiettivi di sostenibilità di tipo qualitativo (pari al 21% circa del campione) mentre 8 società hanno prodotto un'informativa sugli obiettivi di sostenibilità quali-quantitativa (pari al 15% circa dei casi).

A titolo esemplificativo, fra gli obiettivi ESG maggiormente citati nelle relazioni finanziarie annuali nel 2021 figurano:

- a) la riduzione delle emissioni di gas effetto serra citata come *target* di sostenibilità dalle società industriali (indicata come obiettivo previsto nei piani di sostenibilità o senza indicare se incluso nei piani strategici o di sostenibilità) e dalle società finanziarie;
- b) i finanziamenti rientranti nella categoria della sostenibilità ambientale per le banche.

Anche con riferimento al 2022, si osserva un simile *pattern*.

Con riferimento ai settori di appartenenza delle società del campione, sia nel 2021 che nel 2022, si rileva che le società che nelle relazioni finanziarie annuali hanno indicato obiettivi ESG relativi a piani industriali sono in prevalenza appartenenti al settore finanziario (cfr. Tabella 5.5).³¹

30 Al riguardo, si ricorda che un obiettivo di aumento/riduzione di una variabile *senza indicazione di termini misurabili* è stato considerato un obiettivo *qualitativo*.

31 Peraltro, si rileva che alcune società industriali hanno indicato *target* di sostenibilità (sia nel 2021 sia nel 2022), senza specificare se tali *target* fossero inclusi nei piani industriali o nei piani di sostenibilità.

Tabella 5.5 – Società del campione che riportano obiettivi ESG presenti nei piani strategici nelle relazioni finanziarie per settore di appartenenza

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Società industriali				
con obiettivi ESG	4	8	8 %	16%
senza obiettivi ESG	27	23	52%	44%
Società finanziarie				
con obiettivi ESG	9	11	17 %	21 %
senza obiettivi ESG	11	8	21%	16%
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Per quanto indicato nella nota metodologica (cfr. capitolo 2, nota n.5), il numero di relazioni finanziarie pubblicate è inferiore al numero di emittenti inclusi nel campione.

5.4 Considerazioni di riepilogo

L'analisi effettuata sulle relazioni finanziarie pubblicate dal campione di emittenti ha evidenziato, nel periodo considerato, un progressivo aumento della *disclosure* relativa ai fattori ESG nell'ambito dei piani industriali. Peraltro, come già rilevato anche in relazione ai prospetti informativi e alle DNF esaminate, si evidenzia che tale specifica informativa è declinata solamente (o prevalentemente) in senso qualitativo (piuttosto che quali-quantitativo), e perlopiù da emittenti appartenenti al settore finanziario. Con particolare riferimento al rischio climatico, negli ultimi anni tale tematica ha acquisito una crescente importanza nell'analisi finanziaria e nella rendicontazione societaria³². Al riguardo, si osserva un graduale incremento dei casi di *disclosure* nelle relazioni finanziarie annuali (verosimilmente anche per effetto delle *European common enforcement priorities*, v. Quadro Normativo - *I Bilanci e l'informativa sui fattori climatici*); tuttavia, anche in questo caso, la tipologia di informativa rilevata appare ancora di tipo descrittivo e di contenuto prevalentemente qualitativo (tranne che in alcuni casi, riferibili perlopiù a società del settore finanziario).

Nello specifico, si rappresenta che spesso i concetti chiave inerenti al rischio climatico sono esposti in modo non organico e poco efficace; a titolo esemplificativo, *i)* si riporta una descrizione preliminare spesso alquanto prolissa del quadro normativo ESG, anche con il rinvio ai successivi esercizi dell'integrazione di valutazioni e analisi (e di conseguenza della *disclosure*) sull'impatto generato e subito per effetto del cambiamento climatico, motivando ciò anche sulla base dell'evoluzione attesa della normativa; di conseguenza, *ii)* non si descrivono adeguatamente le strategie e le azioni

32 La tematica costituisce una priorità di vigilanza individuata da ESMA già dal 2021 ed è stata, recentemente richiamata nel *Public Statement* dell'ESMA (ESMA32-193237008-8369) contenente le priorità di vigilanza per il 2024.

(soprattutto in termini quantitativi) già poste in essere dalla società per far fronte al rischio in questione.

Peraltro, tale evidenza per le società esaminate appare in linea con alcuni aspetti evidenziati nel Richiamo di attenzione della Consob n° 2/24 del 20 dicembre 2024 relativo all'informativa sul clima da rendere nei bilanci³³, anche tenuto conto dell'entrata in vigore degli obblighi informativi in materia di rendicontazione di sostenibilità disciplinati dal decreto n. 125/2024.

Inoltre, si rileva anche un'attenzione crescente da parte degli investitori e delle autorità di vigilanza sulle informazioni concernenti la sostenibilità fornite dagli emittenti al fine di ridurre il rischio di pratiche fraudolente, comunemente indicate con il termine di *greenwashing*. Al riguardo, si richiamano i *Final Report* pubblicati in data 4 giugno 2024 dalle tre autorità di vigilanza europee (ESAs) sui mercati finanziari, banche e assicurazioni (rispettivamente ESMA, EBA, EIOPA) contenenti indicazioni sul rafforzamento della vigilanza e il miglioramento delle pratiche di mercato riferite alle dichiarazioni sulla sostenibilità.

Nei suddetti documenti le tre ESAs sottolineano che il *greenwashing* costituisce una pratica fuorviante per i consumatori, gli investitori o altri partecipanti al mercato nel momento in cui le dichiarazioni, le azioni o le comunicazioni relative alla sostenibilità non riflettono in modo chiaro ed equo il profilo di sostenibilità sottostante di un'entità, di un prodotto o di un servizio finanziario. Il contrasto al *greenwashing* richiede una stretta collaborazione tra le autorità di vigilanza finanziaria, anche mediante lo sviluppo di *standard* interoperabili relativi alle informazioni sulla sostenibilità.

In particolare, l'ESMA, come evidenziato nel suo *Final Report on Greenwashing*,³⁴ ha dichiarato: *i) di aver adottato misure per monitorare e individuare meglio il greenwashing e per esaminare criticamente le dichiarazioni relative alla sostenibilità in vari settori, attivando le attività di vigilanza necessari; ii) di voler continuare a monitorare i rischi di greenwashing e compiere progressi nella vigilanza, anche seguendo le priorità di vigilanza dell'Unione (Union Strategic Supervisory Priority) sulle "informazioni ESG" (ESG Disclosure) e le azioni identificate nel suo Progress Report.*

In conclusione, alla luce dell'evoluzione del quadro normativo europeo e delle risultanze sopra citate, sembrerebbe necessario, in generale, un significativo *effort* di adeguamento quali-quantitativo della *disclosure* ESG resa dagli emittenti esaminati nel presente studio.

33 Il documento richiama l'attenzione degli emittenti su taluni elementi chiave che si è ritenuto siano meritevoli di considerazione anche alla luce dell'entrata in vigore degli obblighi informativi in materia di rendicontazione di sostenibilità disciplinati dal decreto n. 125/2024; in particolare gli elementi richiamati riguardano la coerenza tra informativa finanziaria e di sostenibilità nonché le considerazioni effettuate in merito agli impatti dei fattori climatici nei bilanci. Il Richiamo citato non introduce obblighi informativi nuovi ma sottolinea prescrizioni già in vigore. Ciò al fine di promuovere la trasparenza delle informazioni fornite, garantire la conformità delle stesse ai principi contabili internazionali e scoraggiare i fenomeni di *greenwashing*.

34 Cfr. ESMA36-287652198-2699.

Quadro normativo

I bilanci e l'informativa sui fattori climatici

Le priorità di vigilanza comunicate dall'ESMA per le relazioni finanziarie annuali a partire dal 2021, ("*European common enforcement priorities annual financial reports*" o "ECEP") includono i *climate and other environmental matters* come *priority* non solo per l'informativa non finanziaria, come previsto dagli *statements* 2019 e 2020, ma anche per l'informativa finanziaria.

Nelle ECEP 2021, l'ESMA ha sottolineato che gli emittenti e i revisori devono considerare i rischi climatici durante la preparazione e la revisione dei bilanci IFRS nella misura in cui gli effetti di tali rischi sono rilevanti per tali bilanci, anche se gli standard IFRS non fanno esplicitamente riferimento a questioni legate al clima. Sono stati indicati i requisiti relativi alle valutazioni significative e all'incertezza nella stima, alla vita utile delle attività, alle perdite attese su crediti (ECL) e ai sistemi di scambio di emissioni di carbonio e gas a effetto serra (GHG). Inoltre, l'ESMA ha evidenziato che gli emittenti dovrebbero considerare le questioni legate al clima in modo olistico nelle loro comunicazioni al mercato, garantendo la coerenza delle informazioni divulgate nella relazione sulla gestione, nella dichiarazione non finanziaria, nel bilancio e, ove applicabile, nel prospetto. Ad esempio, le ipotesi alla base delle stime e delle valutazioni previsionali di attività e passività dovrebbero tenere conto di eventuali rischi e tendenze identificati e affrontati da un emittente come parte della sua strategia. Al fine di facilitare l'accesso degli investitori alle informazioni su questioni rilevanti legate al clima nei rendiconti finanziari, gli emittenti sono stati incoraggiati a includere tutte le informazioni richieste da divulgare in considerazione degli standard IFRS su questioni legate al clima, comprese quelle riguardanti le perdite attese su crediti, in un'unica nota o in alternativa per fornire una mappatura di dove le diverse note affrontano le questioni legate al clima.

Nelle ECEP 2022, l'ESMA ha rappresentato che le raccomandazioni relative alle questioni legate al clima incluse nelle ECEP 2021 rimangono valide (quali i requisiti relativi alle valutazioni significative e all'incertezza nella stima, alla vita utile delle attività, alle perdite attese su crediti e ai sistemi di scambio di emissioni di carbonio e gas a effetto serra). Inoltre, è stato indicato che un trattamento coerente delle questioni legate al clima all'interno della relazione finanziaria annuale rappresenta un elemento fondamentale per prevenire il rischio di *greenwashing*.

Nel documento è altresì evidenziato che dichiarazioni generiche che attestano che le questioni legate al clima sono state prese in considerazione (ad

esempio, nel test di *impairment*) senza ulteriori spiegazioni su come e in che misura influiscano (o non influiscano) sul piano finanziario dovrebbero essere evitate. Laddove gli emittenti abbiano concluso, in particolare nei settori altamente esposti, che non vi è alcun impatto finanziario materiale derivante da questioni legate al clima sulle loro operazioni e/o sulla misurazione delle loro attività e passività, l'ESMA ha rappresentato di aspettarsi che tali emittenti rendano pubbliche le valutazioni eseguite, i giudizi espressi e l'orizzonte temporale utilizzato per giungere a tale conclusione.

Nello *statement* dell'ESMA 2023 si richiama l'attenzione sulla necessità di aumentare la trasparenza sulle questioni legate al clima nella misura in cui i relativi effetti sono materiali e si incoraggia gli emittenti a prendere in considerazione il rapporto dell'ESMA *Disclosures of Climate-Related Matters in the Financial Statement*.

Da ultimo, nelle ECEP 2024, l'ESMA ha confermato che le priorità degli anni precedenti riguardanti le questioni climatiche continuano a essere rilevanti per i bilanci annuali del 2024 e sottolinea l'importanza della coerenza tra informativa finanziaria e di sostenibilità in materia di rischi climatici.

Nello specifico, è previsto che l'*enforcement* delle Autorità europee si concentri su: *i) disclosure* su informazioni ex art. 8 del Regolamento Tassonomia (sull'allineamento della propria attività alla tassonomia, uso del *template* e *reporting* su piani CAPEX); *ii) processo di materialità*, tendendo conto delle Linee Guida pubblicate dall'EFRAG sulla materialità stessa e *iii) ambito e struttura del reporting* di sostenibilità.

In particolare, per quanto riguarda le informazioni relative al cambiamento climatico, l'ESMA fa notare che, nel caso in cui tale tematica non sia considerata materiale nell'esercizio 2024, gli emittenti sono tenuti a fornire una dettagliata spiegazione che includa una valutazione di tipo *forward looking* di possibili futuri impatti materiali derivanti dal *climate change*. L'ESMA, inoltre, richiama l'attenzione sull'importanza della coerenza tra l'informativa *climate-related* fornita nella relazione sulla gestione, o nel reporting non finanziario, e i criteri di predisposizione del bilancio (e le relative *disclosures*), con particolare riferimento agli aspetti *significant judgement* e di *estimation uncertainty*.

Come già menzionato nelle conclusioni del presente capitolo, con riferimento all'informativa sul clima da rendere in bilancio, in data 20 dicembre 2024 la Consob ha pubblicato il richiamo di attenzione n.2.

In particolare, la Consob ha svolto un approfondimento su un campione di emittenti appartenenti al FTSE-MIB dal quale, pur prendendo atto di un processo di progressivo adeguamento dell'informativa finanziaria, ha rilevato il permanere di significative aree di miglioramento. A tal fine, l'Istituto ha

individuato tre aree meritevoli di attenta considerazione da parte degli emittenti: *i)* agevolare gli investitori nell'individuazione delle informazioni sugli aspetti climatici; *ii)* promuovere la coerenza tra informativa finanziaria e di sostenibilità; *iii)* fornire un'informativa chiara sulle considerazioni effettuate in merito agli impatti dei fattori climatici. In particolare, la Consob ha sollecitato gli emittenti nel considerare l'opportunità di riportare le informazioni sugli aspetti climatici in una specifica nota del bilancio, ovvero inserire specifici richiami alle note in cui queste ultime sono rappresentate.

In aggiunta, alla luce delle informazioni che andranno fornite a partire dall'esercizio 2024 nelle rendicontazioni di sostenibilità ai sensi del decreto n. 125/2024 e soprattutto dei nuovi principi ESRS (*European Sustainability Reporting Standard*) in merito all'eventuale piano di transizione adottato, la Consob ha richiamato l'attenzione degli emittenti nel fornire in bilancio informazioni rilevanti che consentano agli investitori di apprezzare gli eventuali impatti sulle stime contabili delle azioni individuate all'interno di tali piani, rappresentando le valutazioni che hanno condotto a rilevare o meno impatti nel bilancio.

Infine, l'Autorità ha richiamato l'attenzione degli emittenti nel riportare nei bilanci informazioni finanziarie rilevanti sui temi climatici adattate alle proprie caratteristiche, al fine di far apprezzare agli investitori le analisi svolte e le connesse incertezze.

6 Analisi delle informazioni riportate nei piani industriali

6.1 Informativa ESG e piani industriali

Con riferimento ai piani industriali aziendali, si evidenzia preliminarmente che per la maggior parte delle società del campione non è risultata disponibile alcuna documentazione relativa alla pianificazione strategica aziendale (rispettivamente in 37 e 34 casi, pari al 71% e 65% circa nel 2021 e nel 2022); inoltre, l'analisi ha evidenziato una situazione alquanto disomogenea, oltre che in termini di disponibilità della documentazione, anche in termini di maggiore o minore dettaglio dell'informativa ESG fornita nei piani industriali disponibili (*cfr.* Tabella 6.1).

Tabella 6.1 – Disponibilità del piano industriale per le società del campione

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
documentazione disponibile, di cui:	15	18	29 %	35 %
<i>documento specifico</i>	8	10	15 %	19 %
<i>presentazione società</i>	3	3	6 %	6 %
<i>comunicato stampa</i>	4	5	8 %	10 %
documentazione non disponibile / insufficiente	37	34	71 %	65 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

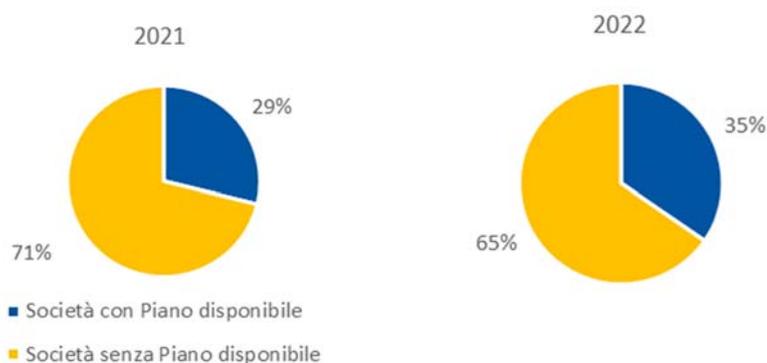
In particolare, e con riferimento al 2022, dall'analisi è emerso che nell'ambito del campione, per 18 società su 52 (pari al 35% circa del campione) sono risultati disponibili documenti di sintesi (o comunque informazioni) sul piano industriale: in 10 casi, in documenti specifici (tipicamente presenti sul sito internet dell'emittente nella sezione *investor relations*); in 3 casi all'interno di documenti di presentazione della società e/o dei risultati finanziari agli investitori e agli analisti, ad esempio in occasione di incontri a ciò dedicati (c.d. "*Capital Markets Days*", in quanto tali documenti di norma contengono anche una sezione di aggiornamento sulle strategie dell'emittente, c.d. "*business update*"); e, in ulteriori 5 casi, all'interno di comunicati stampa più o meno dettagliati, ma spesso ancor più sintetici delle presentazioni o dei documenti specifici.³⁵

Con riferimento al 2021, il numero di piani reperiti è risultato ancor più contenuto (solo per 15 società su 52, pari al 29% circa del campione); al riguardo, le informazioni relative sono state reperite in documenti specifici in 8 casi; in presentazioni agli investitori e/o agli analisti in 3 casi e, infine, nei comunicati stampa in 4 casi.

Di seguito è illustrata graficamente la rilevanza di tale fenomeno.

³⁵ Cfr. Nota metodologica. Al riguardo, si ricorda che sono stati considerati i comunicati stampa (nonché le presentazioni) caratterizzati da almeno un livello minimo di significatività della *disclosure* fornita ai fini dell'analisi dei piani strategici.

Fig. 6.1 – Società del campione con piano industriale disponibile per l'analisi



Fonte: elaborazioni su dati campionari.

Esaminando il contenuto di tale documentazione, emerge che tra le 18 società per le quali è risultato disponibile un documento di sintesi del piano industriale nel 2022, in 15 casi (pari al 29% circa del campione) viene fornita una *disclosure* più o meno sintetica sulle tematiche ESG, mentre in 3 casi non viene fornita alcuna informativa al riguardo. Con riferimento al 2021, il dato risulta alquanto inferiore, con 10 casi di *disclosure* ESG su 15 piani disponibili, pari al 19% circa del campione. (cfr. Tabella 6.2).

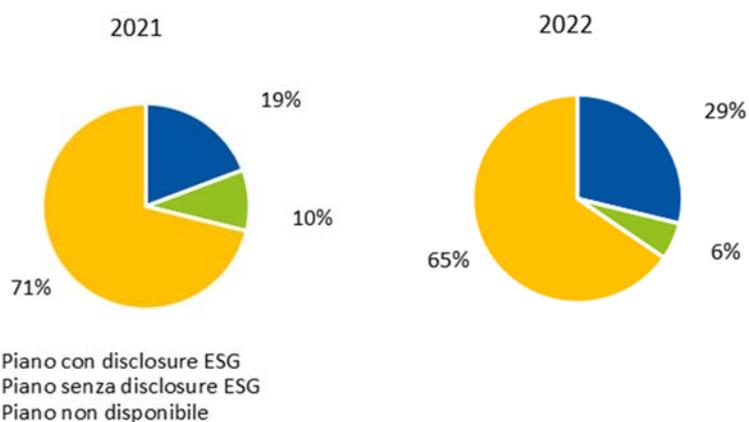
Tabella 6.2 – Società del campione con *disclosure* ESG nel piano industriale

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
documentazione disponibile	15	18	29 %	35 %
con <i>disclosure</i> ESG nel Piano	10	15	19 %	29 %
senza <i>disclosure</i> ESG nel Piano	5	3	10 %	6 %
documentazione non disponibile / insufficiente	37	34	71 %	65 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

Di seguito è illustrata graficamente la rilevanza di tale fenomeno.

Fig. 6.2 – Società del campione con disclosure ESG nel piano industriale



Fonte: elaborazioni su dati campionari.

Il confronto fra i due anni oggetto di analisi evidenzia un relativo miglioramento sia nella numerosità della documentazione concernente i piani industriali, sia nel numero di piani contenenti *disclosure* su tematiche ESG.

Con riferimento alle principali categorie ESG oggetto di *disclosure* nei piani industriali, la tabella seguente riepiloga il numero di società del campione il cui piano industriale contiene, fra l'altro, anche informazioni in merito alle categorie *environmental*, *social* e *governance* (cfr. Tabella 6.3).

Tabella 6.3 – Società del campione con *disclosure* su specifiche categorie ESG presenti nel piano industriale

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
con <i>disclosure</i> ESG	10	15	19 %	29 %
solo temi E	1	1	2 %	2 %
solo temi S	2	1	3.5 %	2 %
solo temi G	-	-	-	-
temi E + S	2	3	3.5 %	6 %
temi S + G	-	-	-	-
temi E + S + G	5	10	10%	19 %
senza <i>disclosure</i> ESG	5	3	10 %	6 %
documentazione non disponibile / insufficiente	37	34	71 %	65 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

In particolare, si rileva che nei piani disponibili risulta in prevalenza informativa ESG relativa contestualmente a tutti i tre principali pilastri della sostenibilità (ambientale, sociale e di *governance*), rispettivamente in 5 casi nel 2021 e in 10 casi nel 2022, mentre risultano residuali gli altri casi di *disclosure*, limitata al solo ambito *social* (due casi nel 2021 e uno nel 2022) e a temi sia ambientali che *social* (due casi nel 2021 e tre casi nel 2022).

Peraltro, non risultano, fra quelli analizzati, piani industriali che contengano *disclosure* relativa esclusivamente a tematiche di *governance*.

Con riferimento poi alle principali categorie ESG citate nei piani industriali delle società del campione, di seguito si riporta – a titolo esemplificativo – la frequenza di alcune specifiche tematiche³⁶ (cfr. Tabella 6.4).

Tabella 6.4 – Società del campione con particolari categorie di disclosure ESG nei piani industriali

categoria	tipologia di <i>disclosure</i>	n° di società 2021	n° di società 2022
1	Informazioni in merito al soggetto/comitato con responsabilità della Strategia ESG e rafforzamento dei presidi di <i>governance</i> interna	2	6
2	Informazioni in merito ad obiettivi ESG connessi a covenant di contratti finanziari	0	0
3	Informazioni in merito all'esclusione di investimenti non sostenibili	1	3
4	Informazioni in merito a rischi ESG	1	2
5	Informazioni in merito a rating ESG	3	7

Fonte: elaborazioni su dati campionari.

In primo luogo, con riferimento al soggetto o al comitato con responsabilità della strategia ESG e rafforzamento dei presidi di *governance* interna, nel 2021 si riscontrano 2 casi in cui il tema è menzionato³⁷ nel piano e 6 casi nel 2022.

In relazione alla presenza di rating ESG, l'informativa nel campione analizzato ricorre solo in 3 casi nel 2021, mentre il dato risulta in aumento a 7 casi nel 2022.

Non risulta invece in nessuno dei piani analizzati, sia nel 2021 sia nel 2022, una *disclosure* esplicita in merito a *covenant* di contratti finanziari parametrati a obiettivi ESG. Al riguardo, si osserva che nella documentazione analizzata nei

36 Al riguardo, si osserva che la frequenza della *disclosure* ESG nei piani industriali, rispetto alle percentuali di *disclosure* rilevate per i prospetti, risulta diversa anche per effetto della differente disponibilità della documentazione analizzata (cfr. tab. 3.4).

37 In un caso, è menzionata l'esistenza di una "cabina di regia" ESG, attiva dal 2020, che supporta il Comitato di Direzione per quanto attiene il Piano di Impresa e Sostenibilità nella proposizione strategica afferente alle tematiche ESG. Pertanto, si è ritenuto tale 'cabina' equivalente a un Comitato, sebbene tale organismo non risulti citato nella sintesi del Piano industriale disponibile.

precedenti capitoli (cfr. prospetti informativi e relazioni finanziarie annuali) è stata rilevata la presenza di tali *covenant* in alcune società.

Infine, mentre nel 2021 in un solo caso risultano presenti informazioni in merito all'esclusione (o più precisamente, alla presenza di *policy* aziendali volte alla riduzione/limitazione) di investimenti non sostenibili, nel 2022 il numero di tali casi risulta in aumento a 3 casi.

Al riguardo, il graduale aumento dal 2021 al 2022 dei dati riportati in tabella sembrerebbe pertanto suggerire che, anche con riferimento alla *disclosure* ESG nei piani industriali, perlomeno nell'ambito del campione analizzato, l'integrazione delle strategie ESG nelle concrete dinamiche finanziarie aziendali sia ancora in fase di sviluppo.

6.2 Obiettivi ESG nei piani industriali

Completata la rassegna della *disclosure* di tipo ESG presente nei piani industriali, l'analisi si è poi focalizzata sulla presenza o meno nei suddetti piani di specifici obiettivi (qualitativi o quantitativi) associati alle tematiche ESG.

Al riguardo, si evidenzia che la presenza nei piani di *disclosure* di tipo ESG non implica necessariamente la contestuale declinazione di specifici obiettivi associati alle suddette tematiche.

Peraltro, l'adozione (e relativa *disclosure*) di specifici ed espliciti obiettivi di tipo ESG dovrebbe considerarsi un elemento qualificante della strategia di sostenibilità, nonché del profilo reputazionale, di una società. Al riguardo, come già evidenziato nella Nota metodologica, si è rilevato che in diversi casi le società "comunicano" la loro strategia ESG anche in documenti *ad hoc*, come, ad esempio i "piani ESG" o i "piani di sostenibilità", non sempre qualificati come parte integrante del piano industriale. Sulle motivazioni che inducono alcune società a tenere distinti i piani di sostenibilità dai piani industriali potrebbe essere utile svolgere ulteriori approfondimenti in futuro.

Le tabelle seguenti riepilogano le principali informazioni relative ai suddetti obiettivi nei piani industriali nella documentazione esaminata.

In particolare, con riferimento al 2022, delle 18 società per le quali è stato possibile reperire una qualche documentazione relativa al piano industriale, in 14 casi (pari al 27% circa del campione) si sono rilevate anche informazioni specifiche sugli obiettivi di tipo ESG, mentre nei restanti 4 casi l'emittente ha fornito (al massimo) un'informativa generica relativa a tali tematiche nel piano, senza comunque declinarla in specifici obiettivi; per il 2021 il dato è risultato inferiore (pari al 13% circa del totale campione), con 8 casi di piani industriali contenenti anche obiettivi di tipo ESG su un totale di 15 piani disponibili (cfr. Tabella 6.5).

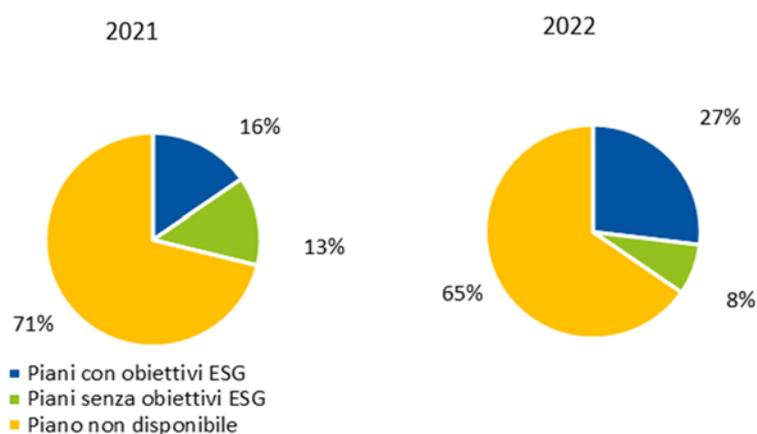
Tabella 6.5 – Società del campione con obiettivi ESG nel piano industriale

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
documentazione disponibile	15	18	29 %	35 %
con obiettivi ESG	8	14	16 %	27 %
senza obiettivi ESG	7	4	13 %	8 %
documentazione non disponibile / insufficiente	37	34	71 %	65 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti. Per quanto indicato nella nota metodologica (cfr. capitolo 2, nota n.5), il numero di relazioni finanziarie pubblicate è inferiore al numero di emittenti inclusi nel campione.

Di seguito è illustrata graficamente la rilevanza di tale fenomeno.

Fig. 6.3 – Società del campione con obiettivi ESG nel piano industriale



Fonte: elaborazioni su dati campionari.

La tabella seguente riepiloga il numero di società che riportano obiettivi ESG nei loro piani industriali, distinguendo fra obiettivi relativi a tematiche ambientali, sociali e di *governance* (cfr. Tabella 6.6).

Tabella 6.6 – Categoria di obiettivi ESG nel piano industriale

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
documentazione disponibile	15	18	29 %	35 %
solo temi E	1	1	2 %	2 %
solo temi S	-	1	-	2 %
solo temi G	-	-	-	-
temi E + S	3	3	6 %	6 %
temi S + G	-	-	-	-
temi E + S + G	4	9	8 %	17 %
senza obiettivi ESG	7	4	13 %	8 %
documentazione non disponibile / insufficiente	37	34	71 %	65 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

Con riferimento al 2021 e al 2022, gli obiettivi con maggior frequenza riportati nei piani appartengono contestualmente a tutte le categorie E, S e G, (rispettivamente in 4 e 9 casi), mentre obiettivi riconducibili a tematiche ambientali e sociali si rilevano in 3 casi in entrambi gli anni considerati.

In particolare, con riferimento al 2021, l'analisi evidenzia che gli obiettivi relativi a tematiche ambientali sono presenti in tutti i piani (8 su 8 società con piani disponibili) pari al 16% circa dell'intero campione, mentre per il 2022 gli obiettivi relativi alle medesime tematiche sono presenti in un numero maggiore di piani (13 su 14, pari al 25% circa dell'intero campione).

In merito agli obiettivi afferenti tematiche sociali, nel 2021 tali obiettivi risultano presenti in 7 degli 8 piani con obiettivi ESG, mentre con riferimento al 2022, si rileva che i piani con obiettivi di tipo *social* sono equivalenti a quelli rilevati per le tematiche ambientali (13 casi su 14, ossia il 25% circa dell'intero campione).

Si osserva, inoltre, che dei piani industriali contenenti obiettivi ESG risultano specificati obiettivi riferibili all'ambito della *governance* in 4 casi su 8 nel 2021 e in 9 casi su 14 nel 2022.

Con riferimento al tema della misurabilità degli obiettivi ESG, la tabella seguente riepiloga il numero di società che nei loro piani industriali riportano *target* ESG distinti fra quantitativi e qualitativi (cfr. Tabella 6.7).

Tabella 6.7 – Tipologia di obiettivi ESG nel piano industriale

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
documentazione disponibile	15	18	29 %	35 %
solo qualitativi	4	2	8 %	4 %
quali-quantitativi	4	12	8 %	23 %
senza obiettivi ESG	7	4	13 %	8 %
piano non disponibile / insufficiente	37	34	71%	65 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

Al riguardo, si osserva che, anche in relazione a tale specifico insieme di obiettivi, la *disclosure* fornita nei piani appare prevalentemente di tipo *qualitativo*, mentre in un numero limitato di casi gli obiettivi ESG risultano declinati anche in forma *quantitativa*.

Con riferimento al 2021, dei 52 emittenti del campione, sono risultati disponibili 15 piani industriali, di cui solo in 8 casi sono riportati obiettivi ESG. In particolare, in 4 piani gli obiettivi ESG sono di tipo quali-quantitativo (pari al 8% circa del campione); e in altri 4 piani gli obiettivi ESG sono risultati di tipo solo qualitativo (sempre pari al 8% circa del campione). Considerando il 2022, sono riportati prevalentemente obiettivi quali-quantitativi (in 12 casi fra i 14 piani che presentano obiettivi ESG), pari al 23% circa del totale, e in misura minore, solo obiettivi qualitativi (2 casi).

Infine, con riguardo al settore di appartenenza, si rileva che le società finanziarie del campione presentano il maggior numero di piani industriali contenenti anche *disclosure* su obiettivi di tipo ESG (rispettivamente, in 6 casi nel 2021 e in 10 casi nel 2022). Per contro, le società del campione appartenenti al settore industriale che forniscono informazioni anche su obiettivi di tipo ESG sono decisamente di meno (rispettivamente 2 casi nel 2021 e 4 casi nel 2022; *cfr.* Tabella 6.8).

Tabella 6.8 – Società del campione che riportano obiettivi ESG nel piano industriale per settore di appartenenza

N° di società	2021	2022	% copertura campione 2021	% copertura campione 2022
Società industriali				
con obiettivi ESG	2	4	4 %	8 %
senza obiettivi ESG	2	2	4 %	4 %
Società finanziarie				
con obiettivi ESG	6	10	11 %	19 %
senza obiettivi ESG	5	2	10 %	4 %
piano non pubblicato (n.a.)	37	34	71 %	65 %
Totale campione	52	52	100 %	100 %

Fonte: elaborazioni su dati campionari. Eventuali discrepanze nelle percentuali sono dovute agli arrotondamenti.

6.3 Considerazioni di riepilogo

L'analisi effettuata sui piani industriali del campione di società esaminato ha evidenziato, nel periodo considerato, un progressivo aumento della *disclosure* relativa ai fattori ESG nell'ambito della pianificazione strategica; in particolare, si è rilevato che: *i)* il numero di società che forniscono informativa sugli obiettivi ESG nei propri piani industriali resta ancora limitato; *ii)* la tipologia della relativa *disclosure* è in prevalenza di tipo quali-quantitativo; e infine, *iii)* le società che forniscono informazioni più dettagliate su specifici obiettivi ESG connessi al proprio piano industriale tendono a essere quelle maggiori dal punto di vista dimensionale, e, *ceteris paribus*, appartenenti al settore finanziario.

7 Conclusioni

L'attenzione per i fattori di sostenibilità negli ultimi anni ha assunto sempre maggior peso nelle scelte d'investimento degli investitori³⁸ e nei comportamenti delle imprese italiane, sia come conseguenza delle più recenti dinamiche di mercato sia come risultato delle iniziative normative a livello europeo.

Le motivazioni alla base del presente studio sono riconducibili allo storico compito istituzionale che vede la Consob responsabile dell'approvazione dei prospetti degli emittenti che si rivolgono ai mercati dei capitali. Il lavoro è finalizzato a esaminare – dal punto di visto empirico – il livello di *disclosure* informativa sul grado

38 Per un quadro complessivo, cfr. Rapporto Consob sulle scelte d'investimento delle famiglie italiane (2024).

di integrazione dei fattori ESG nei piani industriali del campione delle società che hanno pubblicato un prospetto – sia *equity* sia *non equity* – negli anni 2020 e 2021, seguendone l'evoluzione anche nel 2022. Una volta definito il campione (comprendente 52 emittenti), a fini di completezza l'analisi della documentazione è stata poi estesa, per ogni società, anche alle relazioni finanziarie periodiche, alle Dichiarazioni Non Finanziarie e alle sintesi dei piani industriali e ai relativi comunicati stampa, focalizzandosi a tal fine sul biennio 2021-2022, come indicato nella Nota metodologica.

Lo scopo precipuo dell'analisi è stato pertanto quello di verificare la propensione delle imprese a comunicare al mercato, attraverso lo strumento del piano industriale, oltre che i canonici obiettivi finanziari di medio-lungo termine e le leve operative da attivare per raggiungerli, anche gli eventuali *target* ESG e le relative azioni da attuare³⁹.

L'analisi effettuata⁴⁰ ha evidenziato i seguenti aspetti meritevoli di riflessione.

- La presenza di informativa ESG nel prospetto non implica *ipso facto* una *disclosure* comparabile né, tantomeno, equivalente (in termini di contenuti e di ampiezza) nella DNF, nella relazione finanziaria annuale o nel piano industriale reso disponibile. Dall'analisi emerge infatti una situazione di stratificazione normativa che, *de facto*, crea una sorta di asimmetria/frammentazione dell'informativa di tipo ESG fra diverse tipologie di documentazione, in cui non sempre le informazioni più rilevanti (ad esempio, rischi e obiettivi ESG) sono riportate nello stesso documento per tutte le società.
- La frammentazione informativa può avere la sua *ratio* (ad esempio per rispondere alle specifiche finalità dei diversi documenti); tuttavia, per garantire la visione d'insieme per l'investitore interessato all'approccio complessivo della società alle tematiche ESG (inclusi rischi e obiettivi), sarebbe utile poter fare riferimento a un solo documento per *tutta* l'informativa di tipo ESG (ad esempio il report di sostenibilità).
- La *disclosure* ESG appare, in molti casi, focalizzata più sulla rappresentazione dei rischi di mancata *compliance* con la normativa esistente (sovente citata pedissequamente per pagine e pagine) che non – *stricto sensu* – sulla rappresentazione degli obiettivi ESG della pianificazione strategica aziendale, e ciò in tutto il periodo considerato; come già rilevato, tale evidenza per le società del campione analizzato appare in linea con quanto evidenziato nel Richiamo di attenzione della Consob n. 2/24 del 20 dicembre 2024 relativo all'informativa sul clima fornita nei bilanci.

39 In considerazione della rilevanza del tema, l'integrazione delle tematiche ESG nelle strategie aziendali è oggetto di analisi da parte della Consob, che ne pubblica annualmente le principali evidenze nel Rapporto sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate (<https://www.consob.it/web/area-pubblica/report-dnf>).

40 Per quanto limitata sia in termini di numero di società prese in considerazione sia con riferimento all'informativa strategica pubblicata dagli emittenti.

- La presenza nei piani industriali di informativa relativa a tematiche ESG non implica necessariamente la presenza nei piani stessi di obiettivi (qualitativi o quantitativi) associati a tali tematiche, e ciò per tutto il periodo considerato.
- Le modalità di rappresentazione degli obiettivi ESG non sempre risultano supportate da metriche (*standard*) di riferimento né da obiettivi quantitativi, spesso sostituiti e/o accompagnati da obiettivi qualitativi/generici. Tuttavia, nell'ambito degli obiettivi quantitativi osservati, una metrica adottata abbastanza frequentemente concerne i volumi delle emissioni nocive per l'ambiente (parametro declinabile/misurabile in numerose varianti); peraltro, risultano rari i casi rilevati in cui gli obiettivi quantitativi siano dichiarati misurabili in base a criteri scientifici (c.d. *science-based*). L'introduzione dell'obbligo di pubblicare una DNF ha senz'altro esteso la quantità della *disclosure* ESG; tuttavia, solo un ristretto numero di società utilizza tale strumento per fornire un aggiornamento agli *stakeholder* sulla definizione e sul conseguimento degli obiettivi di sostenibilità presenti nel piano industriale.
- I singoli temi ESG riportati risultano distribuiti in maniera eterogena nei documenti esaminati: ad esempio, all'interno dei prospetti pubblicati dagli emittenti del campione, la *disclosure* sulla *governance* risulta prevalente; viceversa nelle DNF le tematiche sociali appaiono fra quelle rappresentate più approfonditamente, mentre la *disclosure* ambientale, in entrambi i documenti, è incentrata soprattutto sul rischio climatico e sulla riduzione delle emissioni inquinanti (un simile *pattern* si rileva anche nelle dichiarazioni finanziarie e nei documenti relativi ai piani industriali).
- Tra le società esaminate, quelle appartenenti al settore finanziario forniscono una più ampia disclosure sui temi ESG, fornendo pertanto un più ampio quadro informativo sugli obiettivi di sostenibilità dell'emittente sulla base dei diversi documenti analizzati.

In conclusione, lo studio offre una prima valutazione sulla *disclosure* dei fattori ESG richiamati nei piani industriali di un campione di società, accostando l'analisi dell'informativa fornita nei prospetti a quella riportata nelle varie tipologie di documentazione societaria.

Al riguardo, sono emerse anche disomogeneità quali-quantitative *i)* fra emittente ed emittente, in considerazione di fattori quali, ad esempio, il settore di appartenenza del medesimo, e *ii)* nell'ambito delle diverse tipologie di documentazione relativa al medesimo emittente.

Tenuto anche conto del breve lasso di tempo trascorso dall'introduzione della normativa ESG, del periodo analizzato, nonché dell'evoluzione del quadro normativo in corso, non si può quindi ritenere complessivamente ancora raggiunto da parte delle società incluse nel campione un livello di elevata maturità sulla conoscenza, comprensione e gestione dei temi ESG.

L'analisi svolta ha evidenziato, per il periodo considerato, l'opportunità di un'armonizzazione della *disclosure* dell'informativa ESG nei documenti societari, in

particolare al fine di *i)* rafforzare le sinergie informative tra documenti diversi e *ii)* diminuire il rischio di possibili fenomeni di *ESG-washing*.

Al riguardo, l'informativa ESG nei documenti societari andrà rivalutata alla luce dei cambiamenti introdotti dalla direttiva europea in materia di rendicontazione di sostenibilità, recentemente recepita nel nostro ordinamento, a cui ha fatto seguito l'adozione di standard di rendicontazione validi per la generalità delle imprese di grandi dimensioni.

Inoltre, ulteriori progressi in tal senso sono anche attesi dalla direttiva Omnibus, la cui proposta è stata pubblicata in data 26 febbraio 2025, con l'obiettivo di rendere coerenti i diversi atti normativi afferenti alle tematiche ESG, semplificando altresì gli oneri regolamentari delle imprese.

Riferimenti bibliografici

BORSA ITALIANA, Guida al Piano Industriale – Listing Guide (2003), disponibile su <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/strategicplancopy.pdf>

BORSA ITALIANA, La percezione del rischio climatico delle società quotate al FTSE MIB, disponibile su <https://feem-media.s3.eu-central-1.amazonaws.com/wp-content/uploads/report-cs-feem-2020.pdf>

BANCA CENTRALE EUROPEA (2020), Guida sui rischi climatici e ambientali, disponibile su <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>

CONSOB, Report on financial investments of Italian households (2022), disponibile su <https://www.consob.it/documents/11973/287812/rf2022.pdf/cf6f38e9-dbcc-6057-8fff-f56643facdba?t=1674683068756>

CONSOB, Richiamo di attenzione n° 2/24 del 30 dicembre 2024 relativo all'informativa sul clima fornita nei bilanci, disponibile su <https://www.consob.it/web/area-pubblica/-/richiamo-di-attenzione-n-2-24-del-20-dicembre-2024>

ESMA, Statement on the sustainability disclosure in prospectuses (2023), disponibile su <https://www.esma.europa.eu/document/statement-sustainability-disclosure-prospectuses>

ESMA, Disclosures of Climate-Related Matters in the Financial Statement, (2023), disponibile su <https://www.esma.europa.eu/document/report-disclosures-climate-related-matters-financial-statements>

ESMA, Statement on European Common Enforcement priorities for 2021, 2022, 2023 annual reports,

ESMA32-63-1186,

<https://www.esma.europa.eu/document/public-statement-european-common-enforcement-priorities-2021>

ESMA32-63-1320,

<https://www.esma.europa.eu/document/esma-statement-european-common-enforcement-priorities-2022-annual-reports>

ESMA32-193237008-1793,

<https://www.esma.europa.eu/document/statement-european-common-enforcement-priorities-2023-annual-reports>

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-10/ESMA32-193237008-8369_2024_ECEP_Statement.pdf

ESMA, Final Report on greenwashing, disponibile su

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024-06/ESMA36-287652198-2699_Final_Report_on_Greenwashing.pdf

EUROPEAN UNION, Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy (2021), disponibile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021DC0390&from=PL>

Borsa Italiana – principale mercato borsistico italiano, attualmente denominato **Euronext Milan**, e dal 29 aprile 2021 di proprietà del Gruppo Euronext.

Capitalizzazione – il valore di Borsa di una società quotata in base al prezzo corrente delle sue azioni, moltiplicato per il numero di azioni emesse. Qualora la società abbia emesso tipi di diversi di azioni (ad esempio, azioni ordinarie e di risparmio, che di norma hanno quotazioni diverse in quanto incorporano diritti diversi), la capitalizzazione complessiva della società sarà data dalla somma del valore dei diversi tipi di azioni emesse.

Climate-related risk – rischio di potenziali perdite per un'impresa (e più in generale per un'economia) derivanti dal cambiamento climatico, distinto in **rischio fisico** (rappresentato dai potenziali danni all'attività aziendale da eventi climatici estremi: alluvioni, siccità, etc.) e **rischio di transizione** (rappresentato dalle potenziali perdite connesse alla necessità - a seguito dell'introduzione di norme più restrittive - di riconvertire la propria attività in altre meno impattanti per il riscaldamento globale).

Covenant – Clausola contrattuale nei contratti di finanziamento che prevede particolari effetti al verificarsi o meno di determinate condizioni: ad esempio, mantenimento di un livello di tasso di interesse più conveniente per il debitore, purché il suo patrimonio netto resti al di sopra di una determinata soglia, che rappresenta una garanzia di solidità del debitore per il creditore.

CS3D - V. Direttiva (UE) 2024/1760.

CSRD - V. Direttiva (UE) 2022/2464.

Decreto legislativo 254/2016 del 30 dicembre 2016, n. 254 – decreto relativo all'attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di **informazioni sulla diversità** da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

Decreto legislativo 231/2001 - Il decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, come successivamente modificato e integrato, reca la "Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica". È entrato in vigore il 4 luglio 2001 in attuazione dell'articolo 11 della Legge Delega 29 settembre 2000, n. 300.

Direttiva (UE) 2022/2464 – (Direttiva CSRD). Direttiva dell'Unione europea in materia di comunicazione societaria sulla sostenibilità (Corporate Sustainability Reporting Directive - CSRD), entrata in vigore il 5 gennaio 2023, e recepita nel nostro ordinamento dal d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125, pubblicato in G.U. in data 10 settembre 2024. La normativa modernizza e rafforza le norme relative alle informazioni sociali e ambientali che le aziende devono fornire. Un insieme più ampio di grandi aziende, nonché di PMI quotate, sarà ora tenuto a rendicontare sulla sostenibilità. Anche alcune aziende extra-UE dovranno dichiarare se generano oltre 150 milioni di euro sul mercato dell'UE. Le nuove regole, armonizzando le informazioni da fornire, garantiscono che gli investitori e le altre parti interessate abbiano accesso alle informazioni necessarie a valutare l'impatto delle attività aziendali su persone e ambiente, nonché rischi e opportunità derivanti dal cambiamento climatico e da altre questioni di sostenibilità.

Le prime aziende devono applicare le nuove regole per la prima volta nell'anno finanziario 2024, per i report pubblicati nel 2025. Le aziende soggette alla Direttiva CSRD devono rendicontare secondo gli European Sustainability Reporting Standards (ESRS; v. oltre). La Direttiva CSRD richiede inoltre garanzie sulle informazioni sulla sostenibilità comunicate dalle aziende e prevede una tassonomia digitale delle informazioni sulla sostenibilità.

Direttiva 2014/95/UE – NFRD La Direttiva ha introdotto l'obbligo per alcune società di grandi dimensioni (enti di interesse pubblico aventi, alla data di chiusura del bilancio d'esercizio, un numero medio di dipendenti pari a 500) di includere nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario. Tali imprese sono tenute a fornire un'analisi del proprio modello aziendale, delle politiche, dei risultati, dei principali rischi e indicatori chiave di prestazione, includendo: le informazioni in materia ambientale; gli aspetti sociali e attinenti ai dipendenti; il rispetto dei diritti umani e la lotta alla corruzione attiva e passiva. La Direttiva è stata recepita in Italia dal decreto legislativo 254/2016 del 30 dicembre 2016, n. 254 (V.)

Direttiva 2024/1760 – CS3D Stabilisce norme sugli: i) obblighi delle imprese per quanto riguarda gli impatti negativi effettivi e potenziali sui diritti umani e gli impatti negativi sull'ambiente, in relazione alle loro attività, a quelle delle loro controllate e a quelle dei loro partner commerciali nelle catene del valore; ii) responsabilità per le violazioni dei suddetti obblighi; iii) obbligo di adottare e mettere in atto un piano di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici volto a garantire, attraverso i migliori sforzi, la compatibilità del modello di business e della strategia aziendale con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5 °C.

Dichiarazione non finanziaria (DNF) – documento previsto dal decreto legislativo 254/2016 (V.)

Documento di sostenibilità – v. Piano di sostenibilità.

Driver – fattore determinante di un determinato fenomeno.

ESG – acronimo di *Environmental, Social e Governance*, le tre principali categorie attraverso le quali è considerato l'impatto delle attività aziendali sulla sostenibilità ambientale, sociale e sulla *governance* di una società.

ESG-washing – Fenomeno affine al *window-dressing*, ovvero alla rappresentazione fittiziamente migliorata di una determinata situazione aziendale (rispettivamente, dal punto di vista ESG o contabile).

ECEP (*European common enforcement priorities for annual financial reports*) – Linee guida dell'ESMA (V.) sulle priorità di vigilanza nelle relazioni finanziarie Europee.

ESMA – European Securities Market Authority. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) è un'autorità indipendente dell'Unione Europea il cui obiettivo è migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati.

ESRS – Gli **European Sustainability Reporting Standards** sono sviluppati dall'EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group), un organismo indipendente che riunisce diverse parti interessate. La prima serie di ESRS è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale il 22 dicembre 2023 sotto forma di regolamento delegato. Questi standard si applicano alle aziende che rientrano nel campo di applicazione della Direttiva CSRD (v. sopra) indipendentemente dal settore in cui operano. Cfr. anche Comunicazione della Commissione sull'interpretazione di talune disposizioni giuridiche della direttiva 2013/34/UE (direttiva contabile), della direttiva 2006/43/CE (direttiva sulla revisione contabile), del regolamento (UE) n. 537/2014 (regolamento sulla revisione contabile), della direttiva 2004/109/CE (direttiva sulla trasparenza), del regolamento delegato (UE) 2023/2772 della (prima serie di principi europei di rendicontazione di sostenibilità (ESRS) («primo atto delegato sugli ESRS») e del regolamento (UE) 2019/2088 (regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, SFDR) per quanto riguarda la rendicontazione di sostenibilità, pubblicata in Gazzetta Ufficiale il 13 novembre 2024.

Euronext Milan – Cfr Borsa Italiana.

Fattori ESG – V. ESG

GRI – Global Reporting Initiative; V. Principi di sostenibilità

Industry Classification – V. Settore industriale

IPO (*Initial Public Offer*) – tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato.

Key value driver – fattore determinante per la creazione di valore aziendale.

KPI – *Key performance indicators*, utilizzati per la valutazione della performance aziendale e del management, e che negli ultimi anni iniziano a includere anche parametri di tipo ESG.

Modello di business – modello che definisce la logica secondo cui le aziende creano, trasmettono e acquisiscono valore nei contesti in cui operano. Un modello di

business è un piano organizzativo e strategico che può utilizzare un'azienda per identificare la fattibilità di un prodotto o servizio, per individuare il mercato target. *Cfr.* anche Piano industriale.

Piano di sostenibilità / Piano ESG – Alcuni emittenti (in alternativa alla dichiarazione non finanziaria) per esporre volontariamente le proprie linee guida aziendali in materia ambientale, sociale e di governance, nonché i propri obiettivi ESG, fanno riferimento a un documento denominato 'Piano di sostenibilità aziendale', ovvero anche 'Piano ESG', che assume tale denominazione per evidenziare che non è redatto in conformità al decreto legislativo 254/2016, che disciplina il contenuto delle dichiarazioni non finanziarie (*Cfr.*). Tale documento in alcuni casi è definito "*strategico*", ovvero "*integrato nelle linee di indirizzo strategiche del Piano industriale*", ovvero definito esplicitamente "*parte integrante*" del Piano strategico.

Piano aziendale / industriale / strategico – Ai fini del presente studio si è fatto riferimento alla definizione di piano industriale proposta da Borsa Italiana, secondo cui tale documento "*illustra le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi*".

Principi di sostenibilità – A livello internazionale, esistono diversi standard concernenti la sostenibilità, fra i quali i più noti e diffusi sono:

GRI Standards – La Global Reporting Initiative è un'organizzazione internazionale indipendente che ha l'obiettivo di definire i primi standard accettati a livello mondiale per il reporting di sostenibilità, consentendo alle imprese e altre organizzazioni di comunicare mediante una terminologia comune globale l'impatto delle proprie attività su ambiente, società e *governance*.

La definizione degli standard GRI è esclusiva responsabilità del Comitato per gli standard globali di sostenibilità (GSSB). <https://www.globalreporting.org/>

SDGS – the 17 Sustainable Development Goals <https://sdgs.un.org/goals>

UN Global Compact – United Nations 10 Principles – <https://unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>.

Prospetto (UE) della ripresa – Prospetto previsto dal Regolamento (UE) 2021/337 (V.)

Regolamento (UE) 2021/337 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 febbraio 2021 – Regolamento che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 per quanto riguarda il prospetto UE della ripresa e adeguamenti mirati per gli intermediari finanziari, nonché la direttiva 2004/109/CE per quanto riguarda l'uso del formato elettronico unico di comunicazione per le relazioni finanziarie annuali, per sostenere la ripresa dalla crisi COVID-19.

Prospetto informativo – documento richiesto dal Regolamento (EU) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio (*Cfr.*).

Regolamento (EU) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 - Regolamento relativo al **Prospetto** da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE.

Regolamento Delegato 2019/980 della Commissione del 14 marzo 2019 - Regolamento che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio per quanto riguarda il formato, il contenuto, il controllo e l'approvazione del **Prospetto** da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga il regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione.

Regolamento (EU) 2024/2809 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024 - Regolamento che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) n. 596/2014 e (UE) n. 600/2014 per rendere i mercati pubblici dei capitali nell'Unione più attraenti per le società e facilitare l'accesso delle piccole e medie imprese ai capitali.

Reporting non finanziario – v. DNF

Settore industriale – Definisce l'ambito economico in cui opera la società secondo una specifica tassonomia/classificazione.

Nel presente report si è utilizzata la classificazione fornita da *Industry Classification Benchmark* (ICB), introdotta nel 2005 e utilizzata da numerose borse valori globali, fra cui il London Stock Exchange, l'Euronext, NASDAQ OMX, Johannesburg Stock Exchange, SIX Swiss Exchange, Borsa Italiana.

La classificazione ICB è articolata in 11 Industries; 20 Supersectors; 45 Sectors e 173 Subsectors, basata su una metodologia trasparente e con regole predefinite per assegnare le società ai sottosettori, sulla base della natura della loro attività, che include la valutazione delle fonti di reddito e altre informazioni disponibili.

Cfr. <https://www.lseg.com/en/ftserussell/industry-classification-benchmark-icb>

SDGs – The 17 Sustainable Development Goals V. Principi di sostenibilità.

Strategia ESG – strategia aziendale che mira a integrare i fattori ESG (V.) nel proprio modello di business (V.)

TCFD – Task Force on Climate-Related Financial Disclosures.

UN Global Compact – United Nations 10 Principles, V. Principi di sostenibilità

Collana Finanza sostenibile

- 5** – marzo 2025 **L'integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale: un'analisi della disclosure societaria**
Primi spunti di riflessione
M.C. Lena, F. Fancello, M.G. Altamura, V. Anzellotti, C. Bisogno, S. Cocci, G. Di Stefano, R. Ertman, I. Fabbiani, M. Mencarelli, L. E. Olita, M. Tartaglione
- 4** – maggio 2024 **L'impatto del fattore ESG sulla performance industriale**
Un'analisi con tecniche di *machine learning*
M. Palynska, F. Medda, V. Caivano, G. Di Stefano, F. Scalese
- 3** – novembre 2022 **Interesse verso gli investimenti sostenibili**
Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB
D. Costa, M. Gentile, N. Linciano
- 2** – giugno 2022 **Gestione del risparmio e sostenibilità: l'approccio dei gestori in Italia**
Survey sull'applicazione di criteri ESG nell'ambito delle politiche di investimento e delle attività di *stewardship* da parte dei gestori di attivi
S. Anchino, A. Ciavarella, P. Deriu, F. Fiore, S. Nocella, M. Tambucci, A. Turi;
con la collaborazione di G. Carotenuto, D. Gariboldi, S. La Civita, E. Levantini, A. Russo
- 1** – giugno 2021 **La finanza per lo sviluppo sostenibile**
Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea
N. Linciano, E. Cafiero, A. Ciavarella, G. Di Stefano, E. Levantini, G. Mollo, S. Nocella, R. Santamaria, M. Taverna