

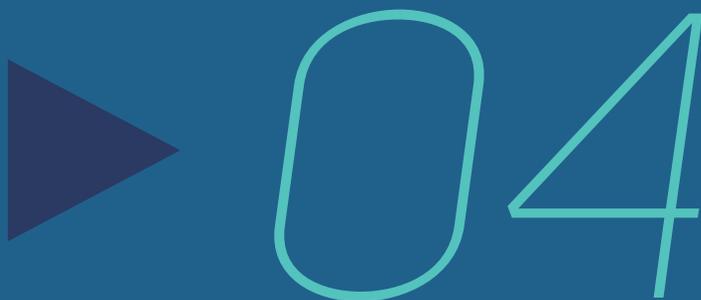
IL RISPARMIO

Anno LXV - n. 4 Ottobre - Dicembre 2022

Rivista trimestrale di Acri

Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio Spa

Poste Italiane Spa Sped. in abb. post. 70% DCB Roma - com. 20 Lett. c - Art. 2 legge 662 del 23/12/96 - Filiale di Roma - Romanina



REGOLAMENTO PER LA SOTTOMISSIONE DEI MANOSCRITTI PER LA PUBBLICAZIONE NELLA RIVISTA IL RISPARMIO

1. PREMESSA

L'invio dei manoscritti alla Rivista per una valutazione ai fini della pubblicazione, presuppone l'accettazione da parte degli autori delle regole di pubblicazione di seguito esposte.

In particolare, gli autori devono:

- 00 dichiarare che il proprio manoscritto, o parti significative di esso, non sia stato pubblicato altrove;
- 00 dichiarare che il proprio manoscritto non sia sotto *review* per altra pubblicazione;
- 00 dichiarare che il proprio manoscritto non sarà inviato per altra pubblicazione prima della risposta finale del Comitato Scientifico sull'esito del processo di referaggio.

2. SOTTOMISSIONE MANOSCRITTI

Gli articoli vanno inviati al Comitato Scientifico via mail all'indirizzo elisabetta.boccia@acri.it in formato testo che includa il testo, le note e la bibliografia da pubblicare, corredati da un *Abstract* in italiano e in inglese di non più di 300 parole, indicando il codice JEL, disponibile su <http://www.aeaweb.org/journal/elclasjn.html>.

L'autore può proporre il suo lavoro per la pubblicazione in lingua inglese. Rimarrà a cura dell'autore la revisione del lavoro in lingua inglese qualora esso non venga considerato adeguato agli *standard* linguistici.

Sulla prima pagina del manoscritto va specificata l'Università o Ente di appartenenza, un numero telefonico e un indirizzo di posta elettronica dell'autore (o di almeno un autore nel caso di saggi a firma congiunta).

Il manoscritto deve essere formattato secondo quanto stabilito nella sezione "note per gli autori", pubblicata sul sito della rivista www.ilrisparmioereview.it.

3. PROCESSO DI REFERAGGIO

Il Comitato Scientifico esamina il manoscritto e, qualora lo giudichi potenzialmente idoneo per la pubblicazione nella Rivista, lo invia a tre *referee* per un triplo referaggio anonimo.

- 00 La decisione iniziale del Comitato Scientifico richiede circa due settimane.
- 00 La stesura dei rapporti dei *referee* richiede circa 1 mese.

Sulla base delle indicazioni dei *referee*, il Comitato Scientifico accetta l'articolo, richiede una revisione, oppure rifiuta l'articolo; in ogni caso verrà fornito agli autori un *feedback*.

In caso di accettazione da parte del Comitato Scientifico, si autorizzerà la pubblicazione e la stampa del lavoro assegnando, inoltre, il numero della rivista e l'anno in cui sarà pubblicato.

La fase di correzione delle bozze e di stampa del lavoro richiede circa 1 mese.

4. VARIE

Il Comitato Scientifico si aspetta che gli autori che inviano i propri manoscritti alla Rivista siano disponibili ad accettare di collaborare come *referee* nel caso in cui venga presentata loro tale richiesta.

Gli articoli pubblicati sul Risparmio saranno segnalati nelle bibliografie ECONLIT e EJEL.

IL RISPARMIO

Editor

Nicola Mattoscio (University of Chieti-Pescara)

Administrative Editor

Giorgio Righetti (ACRI, Rome)

Editorial Board

Gino Gandolfi (University of Parma)

Adriano Giannola (University of Naples "Federico II")

Valentino Larcinese (London School of Economics)

Antonio Patuelli (ABI, Rome)

Dominick Salvatore (Fordham University of New York)

Pasquale Lucio Scandizzo (University of Rome "Tor Vergata")

*"Il Risparmio Review" is included in JEL on CD, e-JEL and Econlit,
the electronic indexing and abstracting service
of the American Economic Association*

Redazione

Via del Corso, 267 - 00186 Roma

Tel. 06 68184387 - Fax 06 68184223

elisabetta.boccia@acri.it

www.ilrisparmioreview.it

www.acri.it

Codice ISSN 0035-5617 (print)

Codice ISSN 1971-9515 (online)

Le opinioni espresse negli articoli firmati o siglati
impegnano unicamente la responsabilità dei rispettivi Autori.
La produzione dei testi è consentita, purché ne venga citata la fonte.

INDICE

98ª GIORNATA MONDIALE DEL RISPARMIO

98TH WORLD SAVING DAY

"IL VALORE DEL RISPARMIO NELL'ERA DELL'INCERTEZZA".

"THE VALUE OF SAVINGS IN THE AGE OF UNCERTAINTY"

Francesco Profumo
Presidente di Acri

Antonio Patuelli
Presidente dell'ABI

9
19

Ignazio Visco
Governatore della Banca d'Italia

23

Giancarlo Giorgetti
Ministro dell'Economia e delle Finanze

35

**LA DISCLOSURE AMBIENTALE IN EUROPA: EVIDENZE
DALLE AZIENDE QUOTATE DELL'INDICE EURO STOXX 50.**

43

*ENVIRONMENTAL DISCLOSURE IN EUROPE:
EVIDENCE FROM EURO STOXX 50 INDEX LISTED COMPANIES*

Enzo Scannella
Salvatore Polizzi



98ª GIORNATA MONDIALE DEL RISPARMIO 2022

*IL VALORE DEL RISPARMIO
NELL'ERA DELL'INCERTEZZA*

*THE VALUE OF SAVINGS
IN THE AGE OF UNCERTAINTY*



INTERVENTO DI
FRANCESCO PROFUMO

Presidente di Acri
Associazione fra le Fondazioni di origine bancaria
e Casse di risparmio SpA

*Chairman of Acri
Association of Foundations and Savings Banks*

Oggi incertezza vuol dire vivere in uno scenario in costante cambiamento. Ciò significa che è necessario imparare a vivere in una condizione di instabilità permanente. Ovvero che quello di crisi non è uno stato eccezionale, ma una nuova normalità basata su una costante ricerca di nuovi equilibri. Questo stato perdurante di crisi produce un importante impatto psicologico: gli italiani sembrano sfiduciati e non essere più in grado di rialzarsi. Non riescono a immaginare la durata e gli esiti di questa fase. Sembra essersi erosa la speranza. Il capitale di solidarietà e vicinanza che abbiamo visto all'inizio della pandemia pare esaurito. Il tasso di astensione alle recenti elezioni può essere letto come uno dei segnali inequivocabili di questo scoramento. Per questo, oggi, a tutti noi è richiesto un salto di qualità. In un clima di diffusa incertezza, è necessario contribuire a ristabilire un'atmosfera di fiducia, mostrandosi in grado di non pensare solo a fornire risposte all'emergenza, ma di progettare per il lungo periodo. Ovvero di essere capaci

e decisi nel lavorare non solo sugli effetti, ma di adoperarsi per contrastare le cause che determinano le crisi. In tempi di crisi, siamo portati a considerare prioritaria la risposta all'emergenza, tamponando le falle del presente. Al contrario, è proprio in queste fasi che occorre investire sul futuro, per immaginare vie d'uscita e avviare percorsi che diano forma a uno sviluppo duraturo, in grado di metterci al riparo da croniche "ricadute".

Nell'era dell'incertezza il risparmio continua ad avere il suo inestimabile valore riconosciuto dai Costituenti quasi settantacinque anni fa: un valore che la Repubblica è chiamata a incoraggiare e a tutelare. Se saremo in grado di accompagnare gli italiani in una transizione consapevole, verso un sapiente mix di liquidità per gli imprevisti e investimento per gli anni a venire, ancora una volta il risparmio potrà rivelarsi uno strumento imprescindibile per attraversare indenni la tempesta e immaginare - e iniziare finalmente a costruire - un futuro migliore per tutti.

Parole chiave: Incertezza – Risparmio – Sussidiarietà – Fondazioni – Casse di Risparmio

Today, uncertainty means living in a constantly changing scenario. This means that you need to learn to live in a condition of permanent instability. That is to say that a crisis is not an exceptional state, but a 'new normal' based on a constant search for new balances. This persistent state of crisis produces a significant psychological impact: Italians seem distrustful and no longer able to get back up. They cannot imagine the duration and outcome of this phase. Hope seems to have eroded. The capital of solidarity and closeness that we saw at the beginning of the pandemic seems exhausted. The abstention rate in the recent elections can be read as one of the unmistakable signs of this discouragement. That is why, today, all of us are required to make a qualitative leap. In a climate of widespread uncertainty, it is necessary to help restore an atmosphere of trust, showing that you are not only able to provide responses to the emergency, but to plan for the long term. That is, to

be able and determined to work not only on the effects, but to work to counteract the causes that determine the crises. In times of crisis, we are led to consider the response to the emergency as a priority, plugging the gaps of the present. On the contrary, it is precisely in these phases that we must invest in the future, to imagine ways out and start to build paths that give shape to a lasting development that will be capable of protecting us from chronic "relapses".

In an era of uncertainty, saving continues to have an inestimable value recognised by the Constituents almost seventy-five years ago: a value that the Republic is called to encourage and protect. If we are able to accompany Italians in a conscious transition, towards a wise mix of liquidity for the unforeseen and investment for the years to come, saving can prove to be once again an essential tool to weather the storm unscathed and to imagine - and finally begin to build - a better future for everyone.

Keywords: *Uncertainty – Savings – Subsidiarity – Foundations – Savings Banks*

Incertezza



Quest'anno il tema della giornata è “Il valore del Risparmio nell'era dell'incertezza”. Si tratta di un titolo che abbiamo individuato all'inizio dell'anno, quando ancora la gravità della situazione non si era palesata in tutta la sua gravità, come abbiamo, purtroppo, avuto modo di scoprire nel corso del 2022.

Oggi incertezza vuol dire vivere in uno scenario in costante cambiamento.

Ciò significa che è necessario imparare a vivere in una condizione di instabilità permanente. Ovvero che quello di crisi non è uno stato eccezionale, ma una nuova normalità basata su una costante ricerca di nuovi equilibri.

A tutto questo non eravamo preparati. La rapidità dei cambiamenti che si sono verificati negli ultimi decenni ci ha forse impedito di cogliere il quadro complessivo.

La storia degli ultimi trent'anni è costellata di avvenimenti che generano costante instabilità: dalla caduta del muro di Berlino all'accelerazione della globalizzazione, dall'esplosione del terrorismo internazionale alla crisi finanziaria statunitense del 2008, con i suoi effetti economici sui paesi europei, dalla pandemia da Covid-19, con le sue conseguenze economiche e sociali, all'invasione russa dell'Ucraina, che ha causato nuove problematiche legate all'approvvigionamento energetico, che a loro volta hanno innescato la crisi inflattiva esplosa in queste settimane.

Su tutto questo si dispiega anche l'acuirsi dell'emergenza climatica con i suoi effetti devastanti ormai sotto gli occhi di tutti, anche nel nostro Paese.

Questo scenario sta producendo altissimi costi sociali in termini di aumento delle disuguaglianze e crescita della povertà.

I più recenti dati Istat ci dicono che, negli ultimi 15 anni, il numero di persone in povertà assoluta è quasi triplicato, raggiungendo oggi il record di 5,6 milioni di persone (il 9,4% della popolazione, un italiano su dieci); di questi 1,4 milioni sono minori.

Inoltre, il XXI Rapporto Caritas su povertà ed esclusione sociale segnala un altro dato assolutamente inquietante: la povertà è ereditaria per il 59% degli italiani: ovvero 6 persone su 10 non riescono a emanciparsi dalla condizione di precarietà economica della propria famiglia di origine.

Per questo, oggi, l'ascensore sociale funziona solo in discesa: il 42,8% di persone povere ha visto peggiorare la propria condizione rispetto a quella dei genitori.

Questo stato perdurante di crisi produce anche un importante impatto psicologico. Gli italiani sembrano sfiduciati e non essere più in grado di rialzarsi. Non riescono a immaginare la durata e gli esiti di questa fase. Sembra essersi erosa la speranza. Il capitale di solidarietà e vicinanza che abbiamo visto all'inizio della pandemia pare esaurito. Il tasso di astensione alle recenti elezioni può essere letto come uno dei segnali inequivocabili di questo scoramento.

Per questo, oggi, a tutti noi è richiesto un salto di qualità. In un clima di diffusa incertezza, è necessario contribuire a ristabilire un'atmosfera di fiducia, mostrandosi in grado di non pensare solo a fornire risposte all'emergenza, ma di progettare per il lungo periodo. Ovvero di essere capaci e decisi nel lavorare non solo sugli effetti, ma di adoperarsi per contrastare le cause che determinano le crisi.

In tempi di crisi, siamo portati a considerare prioritaria la risposta all'emergenza, tamponando le falle del presente. Al contrario, è proprio in queste fasi che occorre investire sul futuro, per immaginare vie d'uscita e avviare percorsi che diano forma a uno sviluppo duraturo, in grado di metterci al riparo da croniche "ricadute".

Pensate alla recente pandemia. Se ne siamo usciti tanto rapidamente è stato solo grazie ai vaccini sviluppati in tempi record. Ma questo è stato possibile solo grazie a una ricerca trentennale sulla tecnologia mRNA, senza la quale l'accelerazione delle vaccinazioni non sarebbe stata possibile.

Progettare nell'incertezza

Per progettare nell'era dell'incertezza è necessario tenere a mente almeno tre fattori.

1) Rapidità della risposta. L'abbiamo visto nei primi mesi della pandemia, la capacità di adattarsi a scenari in repentino e costante mutamento è fondamentale per fornire risposte adeguate e tempestive.

2) Sperimentare soluzioni innovative che incidano sulle cause strutturali. Le fasi di crisi sono anche l'occasione per trovare nuove strade per rispondere a problemi antichi. Non vanno sprecate, continuando a battere sentieri noti, solo per evitare per il rischio di fallire, provando a cambiare.

Ad esempio, nel campo dell'energia, lo shock provocato dallo stop delle forniture dalla Russia può trasformarsi in una reale chance per avviarci finalmente con decisione sulla via dell'indipendenza energetica, accelerando la transizione verso fonti rinnovabili.

3) Le risposte non devono essere mai individuali, ma di rete. Nessuno si salva da solo è forse uno dei più chiari lasciti che dovremmo aver imparato da questi anni terribili.

L'adozione simultanea di questi tre fattori è stata perseguita recentemente nel nostro Continente. L'Unione Europea è stata in grado di mettere in campo una risposta straordinaria, scrollandosi decenni di tentennamenti, in pochi mesi ha attivato un piano di approvvigionamento vaccinale e, contemporaneamente, ha approvato il Next Generation Eu Plan, che ha aperto una nuova stagione, anche per il nostro Paese.

Inoltre, la Conferenza sul futuro dell'Europa è stata un momento importantissimo, ma potrà essere consegnato alla storia come un evento veramente fondativo solo se le

istituzioni sapranno incamminarsi verso una revisione dei trattati nella direzione indicata dalla Conferenza: politica estera comune, superamento del principio di unanimità, semplificazione dell'architettura istituzionale dell'Unione, maggiore interazione su clima, energia, sanità.

E ancora, per non tradire questo nuovo spirito "costituente", non potremo fare a meno di ripensare al "Patto di stabilità e crescita", nella direzione indicata recentemente dal presidente Patuelli, invertendone i fattori in "Patto di crescita e stabilità", per favorire l'affermarsi di un'Europa ancora più coesa e solidale.

Sul tema del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza vorrei fare una breve annotazione.

Ma, prima, permettetemi di tributare un sentito ringraziamento al Presidente del Consiglio uscente Mario Draghi, per aver saputo assumersi l'onere di guidare il Paese in un momento difficilissimo, riuscendo ad avviare la campagna vaccinale e a rispettare le scadenze per aderire al Recovery Plan europeo.

Sul PNRR ormai siamo in uno stato talmente avanzato che possiamo permetterci un primo, parziale, bilancio.

In molti hanno lanciato l'allarme sul fatto che la Pubblica amministrazione territoriale - com'era prevedibile - si sia trovata in grande difficoltà nell'intercettare i bandi del PNRR per una conclamata carenza di competenze progettuali.

Sono gli stessi amministratori, soprattutto dei piccoli Comuni che, dopo anni di mancate assunzioni, assenza di aggiornamento e invecchiamento del personale, hanno chiesto aiuto, in molti casi proprio alle Fondazioni, auspicando di essere accompagnati in questa fase molto delicata e dai tempi strettissimi.

Se non riusciamo a intervenire in maniera organica su questo fronte, rischiamo di perdere una straordinaria occasione per produrre una reale innovazione del Paese. Quella che poteva tradursi in una fase per rinnovare processi e competenze progettuali della Pubblica amministrazione, lasciando una traccia duratura al termine della transitoria fase PNRR, rischia di trasformarsi in un'occasione mancata.

Il Risparmio

Tradizionalmente si pensa al risparmio come a uno strumento per attenuare gli imprevisti e tamponare gli effetti delle crisi.

Il risparmio è, invece anche la risposta all'incertezza strutturale dei nostri tempi.

L'abbiamo visto negli anni della pandemia, quando il livello di risparmio accumulato sui conti correnti di famiglie e imprese ha raggiunto livelli record.

Ma le vicende degli ultimi mesi dimostrano come si tratti di un'illusione monetaria, poco lungimirante e, sul lungo periodo, fallimentare. Almeno per due motivi: l'inflazione e il suo rimanere liquido.

Il primo aspetto si sta palesando in questi mesi: la perdurante crescita dell'inflazione tende a far evaporare il risparmio, privandolo di gran parte del suo valore.

L'inflazione galoppante è, inoltre, una "patrimoniale iniqua" - come l'ha definita la CGIA di Mestre -, perché introduce un terribile differenziale di classe.

Come noto, la spesa per l'energia e gli alimentari (i cui prezzi sono quelli aumentati maggiormente) pesa maggiormente sulle famiglie con i redditi più bassi; mentre le fa-

miglie con redditi più alti spendono la quota maggiore del loro reddito in servizi (i cui prezzi sono aumentati di meno).

Questo fa sì che l'aumento medio dell'inflazione, che si attesta ormai sull'8,9% - e le stime preliminari su ottobre appena diffuse dall'Istat disegnano uno scenario ancora peggiore -, risulta composto da un aumento del 7,6% per i redditi più alti e dell'11,6% per i redditi più bassi. Ancora una volta a soffrire maggiormente delle crisi sono coloro già vivono in condizioni difficoltà.

Il secondo motivo per cui tenere il risparmio fermo - e liquido - sui conti correnti (lo fa oltre il 63% degli italiani) sia una scelta comprensibile, ma miope, è che si tratta di una grande occasione sprecata, perché impedisce che esso si trasformi in un potentissimo volano per lo sviluppo del Paese, unica strada per incamminarsi su un percorso di uscita dalla crisi.

Inoltre, se analizziamo il comportamento dei pochi che decidono di investire, emerge un altro dato che fa riflettere: in Italia, appena il 5% del risparmio delle famiglie viene investito nel nostro Paese; contro il 14% in Germania e il 34% in Francia!

In molti, negli ultimi mesi, si sono interrogati su come poter incentivare un'inversione di tendenza in grado di sbloccare il risparmio delle famiglie e indirizzarlo al finanziamento delle imprese italiane. È un tema su cui il nuovo Governo certamente dovrà fare i conti.

In questo contesto l'industria bancaria italiana - nella sua varietà - continua a svolgere in maniera meritoria il ruolo di intermediario, per accompagnare la trasformazione del risparmio in investimento, con tutte le difficoltà e i rischi che una simile operazione comporta.

Casse di Risparmio

Tra gli istituti di credito attivi nel nostro Paese resiste una minoranza di Casse di Risparmio Spa - associate in Aciri - che, insieme alle altre banche locali, continuano ad animare la "biodiversità" bancaria dei territori.

Pur costituendo una piccola porzione del settore, a loro vanno riconosciuti diversi meriti. Vorrei richiamarne almeno due.

Innanzitutto, le banche di territorio, come le Casse di Risparmio, tutelano il "relationship banking", un aspetto che sta finalmente tornando all'attenzione degli studiosi.

Perché la loro prossimità e conoscenza diretta di famiglie e imprese, le rende antenne sui territori, in grado di intercettare le diverse esigenze, adattarsi rapidamente agli scenari in evoluzione, favorire l'inclusione finanziaria.

Inoltre, contrastano la "desertificazione bancaria" dei territori, continuando a presidiare luoghi in cui la presenza bancaria tende a diradarsi.

Sono oltre 12mila le filiali che hanno chiuso negli ultimi 20 anni e oggi oltre 3mila comuni (oltre la metà di quelli con meno di 5mila abitanti) non ha più una filiale.

La tecnologia può, in parte, compensare questa grande trasformazione, ma non possiamo far finta che il problema non esista.

Le banche di territorio contribuiscono a bilanciare una situazione che potrebbe assumere tratti ancora più marcati.

Fondazioni

Dalla secolare tradizione delle Casse di Risparmio, esattamente trent'anni fa, sono nate le Fondazioni di origine bancaria.

In questi mesi, in tutti i territori le Fondazioni hanno festeggiato il loro trentesimo compleanno, insieme alle comunità di riferimento.

Colgo questa occasione per ringraziare tutte le istituzioni e le organizzazioni, che - a livello locale e nazionale - hanno accompagnato le nostre Fondazioni in questo percorso: sono preziosi "compagni di strada" con cui stiamo costruendo solide e durature collaborazioni, che stanno contaminando reciprocamente il nostro agire per il bene comune.

Le Fondazioni di origine bancaria sono un esempio emblematico di una modalità per convogliare il risparmio privato verso l'economia reale, trasformando le risorse accumulate in fertili investimenti per accompagnare lo sviluppo del Paese.

Tanto con la gestione dei loro patrimoni - che ammontano complessivamente a circa 40 miliardi di euro -, che con la loro attività erogativa istituzionale, le Fondazioni adempiono alla loro di missione di contribuire allo sviluppo sociale ed economico del Paese.

Tra gli investitori istituzionali italiani, le Fondazioni sono quelli che investono maggiormente nell'economia reale domestica, in cui concentrano oltre il 42% del loro attivo investito (Itinerari previdenziali).

Perché le Fondazioni raccolgono il testimone delle storiche Casse di Risparmio, recependo e attualizzando la lezione sul valore del risparmio e sul loro legame con i territori.

Nell'era dell'incertezza permanente, le Fondazioni di origine bancaria continuano, come sempre, a lavorare su un doppio fronte: da un lato sull'emergenza, dall'altro sul lungo periodo.

Da una parte, infatti, continuano a contrastare gli effetti delle varie crisi, contribuendo a mitigare la povertà, a combattere l'esclusione sociale di giovani e anziani e a supportare gli Enti del Terzo settore.

Dall'altra, lavorano per contrastare le cause delle emergenze, investendo su giovani, formazione, ricerca, innovazione, affinché oggi non si alimentino le disuguaglianze di domani, ma si creino le basi per uno sviluppo sostenibile duraturo.

Ad esempio, sul tema della crisi energetica, le Fondazioni sostengono famiglie e Terzo settore nel pagamento delle bollette, ma senza rinunciare a progettare una reale transizione energetica, promuovendo l'efficientamento energetico dei Comuni e sostenendo l'attivazione delle Comunità energetiche rinnovabili, un'innovativa formula di welfare comunitario che si sta diffondendo nel Paese.

Su quest'ultimo aspetto dispiace far notare che siamo ancora in attesa dei decreti attuativi che semplificherebbero il processo, sbloccando almeno 70 comunità già pronte a partire (Legambiente).

Verso la sussidiarietà fiscale

Siamo particolarmente lieti che sia con noi oggi il Ministro, perché, tra l'altro, al Ministero dell'Economia e delle Finanze è assegnata l'Autorità di vigilanza sulle Fondazioni di origine bancaria.

Quella tra il Mef e le Fondazioni è una relazione positiva che si è sviluppata nel tempo: un rapporto rispettoso dei rispettivi ruoli e dell'autonomia di ciascuno, che si è positiva-

mente rinnovato con l'avvicinarsi, negli anni, dei diversi governi che si sono susseguiti.

Pietra miliare del cammino delle Fondazioni è stato il Protocollo Acri-Mef del 2015: un'inedita formula di autoregolamentazione che ha dettato precise indicazioni in termini di governance, trasparenza e diversificazione del patrimonio, in base alle quali le Fondazioni riformarono i loro statuti.

Il protocollo ha sancito l'inizio di una stagione di fiducia reciproca, che ha facilitato il dialogo tra Fondazioni e Ministero, favorendo l'avvio di un percorso i cui frutti arrivano ai nostri giorni.

Si tratta di un percorso in tre fasi verso il crescente riconoscimento di sussidiarietà fiscale per le Fondazioni, quali soggetti credibili di azioni sussidiarie per il bene comune.

La prima fase è iniziata quasi vent'anni fa, con l'introduzione dell'Art Bonus, seguito dal Social Bonus e dallo Sport Bonus. Si tratta di misure che non interessano esclusivamente le Fondazioni, ma che hanno contribuito a diffondere l'adozione del meccanismo del credito d'imposta, quale strumento pensato per incentivare le donazioni di privati per obiettivi di interesse pubblico.

Da qui, negli anni successivi, sono nati alcuni strumenti dedicati esplicitamente alle Fondazioni, come il credito d'imposta per il welfare di comunità e quello per i contributi al Fondo Unico Nazionale per il finanziamento dei Centri di Servizio per il Volontariato, nell'ambito della riforma del Codice del Terzo settore.

La seconda fase è stata caratterizzata da un deciso passo in avanti. Sempre utilizzando il meccanismo del credito d'imposta, ma dando contemporaneamente vita a un ampio e organico partenariato Pubblico-Privato sociale, con una governance condivisa Governo-Fondazioni-Terzo settore, nel 2016, è nato il Fondo per il contrasto della povertà educativa minorile.

Una straordinaria innovazione nel panorama sociale italiano che finora ha raggiunto oltre 500mila bambini e ragazzi in condizioni di disagio in tutta Italia, coinvolgendoli in oltre 400 progetti che hanno attivato vere e proprie comunità educanti in tutti i territori.

Da questa positiva esperienza, recentemente è nato il Fondo per la Repubblica Digitale, che sta muovendo i primi passi e che ha l'obiettivo di sperimentare progetti innovativi per accrescere le competenze digitali di disoccupati, donne e Neet, un fronte su cui il nostro Paese è molto in ritardo rispetto all'Europa.

Un ringraziamento particolare è dovuto a Vittorio Colao che, nella sua veste di Ministro per la Transizione Digitale, ha fortemente voluto coinvolgere le Fondazioni in questa operazione.

Anche per il Fondo per la Repubblica Digitale, il Mef ha previsto un apposito credito d'imposta per le Fondazioni che contribuiscono al Fondo.

La terza fase vede l'introduzione di un'innovativa forma di sussidiarietà fiscale - così l'ha definita il Presidente della Repubblica nel messaggio inviato in occasione del XXV Congresso Acri - che riconosce alle Fondazioni una progressiva riduzione del carico tributario cui sono soggette, liberando risorse da mettere a disposizione delle comunità.

Ovvero è stato riconosciuto che, su temi di interesse generale, laddove si riscontrino alcune condizioni come comprovata capacità, efficienza e radicamento territoriale, lo Stato può rinunciare a una quota di tassazione, lasciando al Privato le risorse necessarie per produrre un maggiore impatto diretto sui territori.

Questo percorso, non ancora concluso, e che auspichiamo possa continuare anche con il nuovo Governo, sta contribuendo a delineare una piccola rivoluzione copernicana nei modi in cui il Pubblico si prende cura del bene comune.

Stiamo finalmente dando piena attuazione al principio di sussidiarietà, di cui all'articolo 118 della Costituzione. Questo, insieme alla storica sentenza 131/2020 della Corte Costituzionale, che ha definitivamente riconosciuto la coprogettazione pubblico-privato sociale come forma cardine di intervento.

Si sta finalmente affermando il principio che il Pubblico non è l'esclusivo depositario della responsabilità di prendersi cura del bene comune, ma che possa essere coadiuvato da soggetti privati nell'individuare i bisogni ed elaborare le migliori strategie e modalità di intervento.

Si sta aprendo una nuova stagione di positiva e proficua collaborazione.

Un modello non solo per le Fondazioni

Ovviamente questa modalità di intervento non vogliamo resti un'esclusiva delle Fondazioni di origine bancaria. Ma una pratica che auspichiamo possa diffondersi e contaminare le diverse politiche di azione dello Stato sui territori.

Perché questa positiva esperienza porta in dote due corollari che possono rivelarsi utilissimi anche - e soprattutto - nel momento di incertezza che il Paese sta attraversando.

Il primo. Quando il Pubblico coinvolge il Privato sociale nella progettazione, nel finanziamento e nell'implementazione delle politiche di interesse comune, oltre a raggiungere in maniera efficace gli obiettivi, contemporaneamente favorisce la crescita e la responsabilizzazione dei corpi intermedi, delle organizzazioni del Terzo settore, del volontariato e dell'economia sociale.

Stiamo parlando di una peculiare forma di "made in Italy" - secondo la felice definizione della portavoce del Forum Nazionale del Terzo Settore, Vanessa Pallucchi - che già contribuisce alla tenuta sociale del Paese e ancora di più potrà concorrere al suo sviluppo, se opportunamente valorizzato.

In tempi di crisi e di incertezza, infatti, i corpi intermedi svolgono un ruolo fondamentale nella tenuta del Paese, perché custodiscono la coesione sociale, supportano le fasce più deboli e gettano le basi per la ripartenza.

Il secondo. Il coinvolgimento del Privato sociale nelle politiche pubbliche permette di realizzare incisive forme di innovazione sociale, per sperimentare nuove modalità di intervento ai grandi temi del Paese.

L'obiettivo di queste sperimentazioni è sempre consegnarne l'esito al Pubblico, corredandolo delle opportune valutazioni sul loro impatto, perché possa ispirare l'elaborazione di nuove policy di intervento su scala nazionale, che possano a loro volta tradursi in nuovi standard.

Conclusioni

L'indagine Acri-Ipsos sul "Risparmio degli Italiani", che realizziamo da 22 anni in occasione di questa Giornata, ci dice che, rispetto all'anno scorso, sono praticamente raddoppiate le famiglie in difficoltà (dal 18 al 35%) e quelle che registrano una situazione positiva sono scese dal 35 al 23%. Inoltre, pensando al futuro, il 76% degli italiani si sente preoccupato (era il 56% nel 2021).

Dopo il positivo "effetto rimbalzo" post Covid del 2021, l'impatto della nuova crisi energetica e inflazionistica, con il fantasma della recessione alle porte, inizia a intaccare i risparmi degli italiani, offuscando le previsioni per il futuro. Nell'era dell'incertezza

il risparmio continua ad avere il suo inestimabile valore riconosciuto dai Costituenti quasi settantacinque anni fa: un valore che la Repubblica è chiamata a incoraggiare e a tutelare.

Se saremo in grado di accompagnare gli italiani in una transizione consapevole, verso un sapiente mix di liquidità per gli imprevisti e investimento per gli anni a venire, ancora una volta il risparmio potrà rivelarsi uno strumento imprescindibile per attraversare indenni la tempesta e immaginare - e iniziare finalmente a costruire - un futuro migliore per tutti.



INTERVENTO DI
ANTONIO PATUELLI

Presidente dell'ABI
Associazione bancaria italiana

*Chairman of the ABI
Italian Banking Association*

Occorre rafforzare il circuito virtuoso economico, etico e sociale, favorendo il risparmio stabile anche per prestiti in investimenti produttivi.

È necessario rendere fiscalmente più appetibili anche le obbligazioni e comunque la raccolta del risparmio a medio e lungo termine, per favorire una più stabile raccolta per prestiti a medio e lungo ter-

mine. Il risparmio, infatti, è indispensabile per la crescita inclusiva e sostenibile innanzitutto dal punto di vista ambientale e sociale.

L'etica, la trasparenza, la responsabilità sociale e la costante sorveglianza umana debbono essere la bussola anche per l'utilizzazione dell'intelligenza artificiale negli investimenti.

Parole chiave: Risparmio- etica – trasparenza - responsabilità sociale

The economic, ethical and social virtuous cycle must be strengthened, favouring stable savings, including for loans in productive investments.

It is necessary to make bonds and in any case the collection of savings in the medium and long term more attractive for tax purposes, in order to favour a more stable collection for medium and long term

loans. Saving is essential for inclusive and sustainable growth, first and foremost from an environmental and social point of view.

Ethics, transparency, social responsibility and constant human surveillance must also be the compass for the use of artificial intelligence in investments.

Keywords: Savings – ethics – transparency – social responsibility



Il risparmio responsabilmente investito non a fini speculativi è indispensabile per la resilienza alla crisi energetica e all'inflazione e per la solida e prolungata ripresa dello sviluppo e dell'occupazione.

Occorrono maggiori sforzi per attrarre (mai per costringere) i responsabili investimenti dei risparmi degli italiani che sono già troppo gravati da multiple e rilevanti imposizioni fiscali sui redditi da lavoro e da capitale e poi sui rendimenti del risparmio stesso.

Non debbono essere confusi i rendimenti degli investimenti del risparmio, che implicano anche rischi, con le rendite prive di rischi.

Chiediamo che gli investimenti del risparmio a medio e lungo termine in Italia siano tassati meno delle operazioni speculative a breve o brevissimo termine.

Finché nell'Unione Europea non vi sarà anche uniformità fiscale, l'Italia dovrà attrarre i risparmi nella competizione in atto fra gli Stati per attirare i capitali.

La legge di Bilancio deve essere anche occasione per meglio tutelare il risparmio, oltre che per limitare il debito pubblico che non deve crescere all'infinito, anche per non compromettere i complessivi equilibri finanziari e gli stessi risparmi degli italiani.

Occorre rafforzare il circuito virtuoso economico, etico e sociale, favorendo il risparmio stabile anche per prestiti in investimenti produttivi.

È necessario rendere fiscalmente più appetibili anche le obbligazioni e comunque la raccolta del risparmio a medio e lungo termine, per favorire una più stabile raccolta per prestiti a medio e lungo termine.

Il risparmio, infatti, è indispensabile per la crescita inclusiva e sostenibile innanzitutto dal punto di vista ambientale e sociale.

L'etica, la trasparenza, la responsabilità sociale e la costante sorveglianza umana debbono essere la bussola anche per l'utilizzazione dell'intelligenza artificiale negli investimenti.

È indispensabile un controllo anche etico sugli algoritmi, a tutela delle libertà e delle responsabilità di ciascuno anche per gli investimenti del risparmio.

L'intelligenza artificiale deve integrare e non sostituire quella umana. Ognuno ha il diritto di sapere se interagisce con persone o con macchine.

L'Unione Europea ha giustamente chiesto agli Stati membri di garantire che i sistemi e le tecnologie di intelligenza artificiale siano sempre incentrati sulla persona, destinati al servizio del bene comune: la dignità umana e i diritti delle persone debbono essere rispettati in tutte le attività.

L'etica deve prevalere anche nelle attività non ancora regolamentate, basate su sempre più nuove tecnologie.

L'etica del risparmio e negli investimenti del risparmio deve sostenere finalità di tutela dall'inflazione, ricerca di adeguati rendimenti non basati sulla speculazione e sui connessi alti rischi.

Non ci stancheremo mai nell'impegno per la legalità e nel far prevalere l'etica sempre negli interessi economici.

Il ruolo dell'Unione Europea è fondamentale ed indispensabile per costruire insieme grandi prospettive di crescita economica e sociale, innanzitutto nella resistenza di fronte ai rischi delle emergenze energetiche, dell'inflazione, della terribile guerra russo-ucraina e della recessione.

Le politiche monetarie non possono fare tutto.

Occorre al più presto un secondo PNRR per la riduzione dei costi e per investimenti energetici sostenibili.

Bisogna dare più respiro alle imprese gravate dagli imprevisti alti costi energetici: dopo che la UE ha recentemente autorizzato fino a dicembre 2023 nuove misure a sostegno delle imprese, ora occorre al più presto che esse siano recepite in Italia per rendere più sostenibili i debiti e prolungare le garanzie sui prestiti alle imprese che debbono avere più tempo per riprendersi e per restituirli.

Come nelle fasi più difficili della pandemia, con la preparazione del primo PNRR, occorre ora costruire un nuovo clima di fiducia, indispensabile per sostenere la resilienza, per la ripresa dello sviluppo e dell'occupazione.



INTERVENTO DI
IGNAZIO VISCO

Governatore della Banca d'Italia

Governor of the Bank of Italy

A fronte dell'elevata incertezza sulle prospettive economiche, è ancora più opportuno perseguire un'adeguata diversificazione degli investimenti, prestando la necessaria attenzione al contenimento dei rischi, così da proteggere il risparmio dall'aumento dell'inflazione e cogliere le opportunità che possono emergere nei comparti che beneficiano di rendimenti più alti. Restano fondamentali, al riguardo, i progetti volti ad aiutare i risparmiatori a prendere decisioni consapevoli e, più in generale, a innalzare il loro livello di cultura finanziaria; questo è tanto più urgente per quella fascia della popolazione economicamente vulnerabile che subisce più di altre le ripercussioni dell'in-

flazione sul potere d'acquisto dei redditi. Resta fondamentale indirizzare le risorse pubbliche a sostegno della crescita economica. Il Paese oggi beneficia del forte impulso assicurato dalle ingenti risorse rese disponibili, nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU), per gli investimenti e le riforme previsti nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. I finanziamenti ricevuti ammontano già a 46 miliardi; a breve ne verranno erogati altri 21, sotto forma sia di trasferimenti sia di prestiti a basso costo. La realizzazione, completa e senza ritardi, di questo piano, ambizioso ma realistico, potrà tradursi in un rafforzamento significativo del potenziale di crescita della nostra economia.

Parole chiave: Economia – investimenti – risparmio – politica monetaria

In the face of high uncertainty in terms of the economic outlook, it is even more appropriate to pursue adequate diversification of investments, paying the necessary attention to the containment of risks, so as to protect savings from rising inflation and to seize the opportunities that may emerge in the sectors that benefit from higher returns. Projects aimed at helping savers to make informed decisions and, more generally, to raise their level of financial literacy remain essential in this regard; this is all the more urgent for that segment of the economically vulnerable population that suffers more than others from the effects of inflation on the purchasing power of incomes.

It remains essential to direct public resources in support of economic growth. The country today benefits from the strong momentum ensured by the substantial resources made available, under the Next Generation EU (NGEU) programme, for investments and reforms provided for in the National Recovery and Resilience Plan. The loans received already amount to 46 billion; in the near future, 21 more will be disbursed, in the form of both transfers and low-cost loans. The completion, without delay, of this ambitious but realistic plan will result in a significant strengthening of the growth potential of our economy.

Keywords: *Economy – investment – savings – monetary policy*

La congiuntura economica e la politica monetaria



Negli ultimi mesi l'incertezza che caratterizza il quadro economico e finanziario internazionale è notevolmente aumentata. L'attività economica globale risente pesantemente delle conseguenze dell'aggressione dell'Ucraina da parte della Russia.

Le ripercussioni più evidenti si osservano sul mercato dell'energia: il prezzo del gas consegnato in Europa ha registrato oscillazioni senza precedenti, toccando 340 euro per megawattora, da valori inferiori a 20 all'inizio del 2021; dalla fine di agosto, con il raggiungimento degli obiettivi di stoccaggio da parte dei principali paesi europei, è gradualmente sceso attorno a 100 euro, ma le quotazioni dei futures segnalano il suo permanere su valori elevati ancora per tutto il prossimo anno. Sono stati colpiti anche i corsi dei beni alimentari sui mercati mondiali, dove le tensioni si sono almeno in parte allentate dopo gli accordi di fine luglio tra la Russia e l'Ucraina che hanno sbloccato le consegne di grano dai porti del Mar Nero.

Il peggioramento delle prospettive di crescita è diffuso. Secondo il Fondo monetario internazionale il tasso di espansione dell'economia globale diminuirebbe dal 3,2 per cento stimato per quest'anno al 2,7 nel 2023, quasi un punto percentuale in meno rispetto a quanto previsto lo scorso aprile. Nell'area dell'euro la crescita del prodotto scenderebbe dal 3,1 per cento del 2022 allo 0,5 nel prossimo anno, un sostanziale arresto e una revisione al ribasso di quasi due punti percentuali in soli sei mesi.

I rincari delle materie prime hanno avuto straordinarie ricadute anche sui prezzi al consumo. A livello globale l'inflazione è salita da meno del 5 per cento nel 2021 a circa il 9 quest'anno. In risposta a tali pressioni, in quasi tutti i paesi avanzati e in molte economie emergenti e in via di sviluppo le banche centrali hanno avviato una fase di restrizione delle condizioni monetarie al fine di contrastare l'aumento dell'inflazione corrente e attesa, nonché il rischio di un possibile avvio di rincorse tra prezzi e salari.

In questo quadro di elevata incertezza, nel Bollettino economico della Banca d'Italia sono stati presentati due scenari di previsione per l'economia italiana. Il primo presuppone che i flussi di gas dalla Russia al nostro paese rimangano sui livelli osservati in media negli ultimi mesi e che gli andamenti dei prezzi delle materie prime siano in linea con quelli desumibili dai recenti contratti futures. In questo scenario la crescita del prodotto scenderebbe dal 3,3 per cento stimato per il 2022 allo 0,3 nel 2023. Il PIL calerebbe nella

seconda metà di quest'anno, per poi riprendersi gradualmente dal secondo trimestre del 2023. La complessiva debolezza dell'attività economica rifletterebbe sia quella dei consumi, che si ridurrebbero penalizzati dalla diminuzione del potere di acquisto delle famiglie, sia quella degli investimenti in macchinari e attrezzature, che rallenterebbero per l'incertezza e per l'aumento dei costi di finanziamento. Vi inciderebbe inoltre il peggioramento degli scambi internazionali.

Nel secondo scenario, più avverso, si ipotizzano un'interruzione completa dei flussi di gas russo verso l'Europa dal trimestre in corso e prezzi delle materie prime energetiche significativamente più alti; vi si accompagnerebbe un più marcato rallentamento del commercio internazionale. In questo caso nel 2023 si registrerebbe una contrazione del prodotto dell'ordine dell'1,5 per cento e l'inflazione supererebbe il 9 per cento, circa 2,5 punti percentuali in più che nel primo scenario.

In un contesto difficile come quello attuale le proiezioni puntuali di questi due scenari hanno natura puramente indicativa e sono strettamente legate alle ipotesi sui prezzi e sulla disponibilità delle materie prime, in larga parte basate sugli sviluppi del conflitto in Ucraina. In ogni caso, i rischi sulla crescita sono orientati al ribasso e dipendono, non solo per il nostro paese, oltre che dalle tensioni geopolitiche, dalle prospettive dell'economia negli Stati Uniti, dove, anche a causa della forte restrizione delle condizioni monetarie, molti indicatori scontano una possibile contrazione del prodotto nei prossimi mesi. Ulteriori ripercussioni negative potrebbero derivare da un eventuale brusco rallentamento dell'economia cinese, principalmente connesso con le fragilità del settore delle costruzioni, nonché dalla persistenza dell'inflazione su livelli elevati più a lungo di quanto attualmente previsto.

Nell'area dell'euro l'inflazione ha sfiorato in settembre il 10 per cento, sospinta soprattutto dall'eccezionale aumento dei prezzi dell'energia (oltre il 40 per cento sui dodici mesi). Al netto delle componenti più volatili – oltre all'energia, gli alimentari – che più risentono del conflitto in Ucraina, l'inflazione ha raggiunto il 4,8 per cento. Quasi due terzi dell'aumento complessivo dei prezzi al consumo registrato negli ultimi dodici mesi sarebbero stati causati dai rincari dell'energia, direttamente e attraverso gli effetti sui costi di produzione; tale quota sale a circa quattro quinti se si tiene conto anche dell'impatto dei prezzi dei generi alimentari che, pur se non legati all'energia, hanno comunque risentito del conflitto in Ucraina.

Secondo le proiezioni degli esperti della Banca centrale europea (BCE) diffuse in settembre, nella media del 2022 la dinamica dei prezzi al consumo nell'area si collocherebbe al di sopra dell'8 per cento, per poi scendere gradualmente al di sotto del 6 nel corso del 2023 e convergere verso un valore vicino all'obiettivo del 2 per cento nella seconda parte del 2024. Un quadro simile emerge dalle aspettative desunte dalle quotazioni dei contratti legati all'inflazione (*inflation-linked swaps*) e dai sondaggi effettuati in ottobre, quali quello condotto dalla BCE presso gli analisti monetari o quelli di altri istituti privati. Le attese delle famiglie rilevate dall'indagine della BCE sono invece su valori leggermente più elevati, pari al 5 per cento nei prossimi dodici mesi e al 3 in un orizzonte di tre anni. Ciò verosimilmente riflette non solo una maggiore rilevanza di elementi retrospettivi nella formazione delle aspettative ma anche il peso notevole delle componenti più volatili dell'inflazione nel paniere di consumo dei nuclei meno abbienti.

La dinamica salariale, in Italia e in generale nell'area dell'euro, è finora rimasta moderata. Nel nostro paese le retribuzioni contrattuali, al netto delle componenti *una tantum*, hanno registrato nel secondo trimestre una crescita tendenziale dello 0,9 per cento, 0,3 punti in più rispetto a quella di inizio anno, soprattutto per via dei rinnovi dei contratti nel settore pubblico. Hanno accelerato anche nella media dell'area, al 2,5 per cento. La dinamica del costo del lavoro si rafforzerebbe nella parte finale di quest'anno e nel prossimo per gli aumenti che potrebbero essere concessi al fine di compensare la perdita di potere di acquisto dei lavoratori, connessi in alcuni paesi anche agli incrementi dei salari minimi.

Al momento non vi sono quindi evidenti segnali di un rilevante "disancoraggio" delle aspettative d'inflazione dall'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il contesto di netto indebolimento dell'attività economica e la quota modesta di retribuzioni indicizzate all'inflazione nel complesso dell'area sembrano altresì contenere il rischio di una rincorsa tra prezzi e salari sostenuta e diffusa. Il processo di "normalizzazione" delle condizioni monetarie in atto dalla fine del 2021, con la conclusione dei programmi di acquisto di titoli e l'avvio del rialzo dei tassi di politica monetaria, è volto a contrastare con decisione la possibilità che questi due rischi si materializzino.

Lo scorso giovedì il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato i tassi di interesse ufficiali di 0,75 punti percentuali, portando a 2 punti l'incremento complessivo dal 21 luglio. Si è così compiuto un sostanziale passo in avanti nell'azione di riassorbimento dell'accomodamento monetario, allontanando in buona misura il tasso sui depositi delle banche presso l'Eurosistema dai livelli negativi che erano stati necessari per ostacolare il rischio di deflazione e limitare le ricadute della crisi pandemica. Sulla base delle attese degli operatori di mercato, i tassi reali a un anno restano comunque molto bassi e diverrebbero appena positivi dalla fine del 2023.

La decisione di modificare i termini e le condizioni della terza serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-III) ha trovato giustificazione nella necessità di garantire che anche il contributo di questo strumento sia coerente con il più ampio processo di normalizzazione della politica monetaria. La ricalibrazione intende rafforzare la trasmissione degli aumenti dei tassi ufficiali alle condizioni dei prestiti bancari e rimuovere i vincoli al processo di riduzione del bilancio dell'Eurosistema attraverso il rimborso anticipato delle operazioni TLTRO-III. Il Consiglio ha rinviato la discussione sui tempi e i modi di una graduale revisione del reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nell'ambito dei programmi di acquisto di attività finanziarie, mantenendo per i prossimi mesi la flessibilità connessa con il rinnovo di quelli nell'ambito del programma per l'emergenza pandemica (PEPP).

Il rialzo dei tassi ufficiali dovrà proseguire per attenuare il rischio che il persistere di un'elevata inflazione causata dal susseguirsi di shock "di offerta" si trasli sulle aspettative di famiglie e imprese, alimentando la dinamica dei prezzi e determinando aumenti più forti delle retribuzioni. Il ritmo di incremento dei tassi e il loro punto di arrivo, tuttavia, non possono essere predeterminati sulla base di proiezioni o scenari precostituiti, che in questa fase hanno una natura puramente indicativa. L'elevata incertezza richiede di procedere in modo graduale, valutando con attenzione l'adeguatezza dell'orientamento monetario sulla base delle evidenze che si renderanno via via disponibili. Non va comunque sottovalutato il pericolo che il deterioramento delle prospettive economiche si riveli

peggiore del previsto, rendendo sproporzionato un passo eccessivamente rapido nella normalizzazione dei tassi ufficiali. Si tratta di un rischio di cui il Consiglio dovrà tenere conto nei prossimi mesi, al pari di quello di lasciare che l'inflazione resti eccessivamente alta per troppo tempo.

Il Consiglio dovrà allo stesso tempo continuare a valutare attentamente gli effetti delle proprie decisioni sulla stabilità finanziaria. I differenziali di rendimento

tra i titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro più esposti alle oscillazioni di mercato e quelli tedeschi, in aumento dall'inizio dell'anno, si sono ridotti dopo l'annuncio, in giugno, dell'attivazione della flessibilità nel reinvestimento dei titoli acquistati nell'ambito del PEPP e, in luglio, dell'approvazione del nuovo strumento contro il rischio di frammentazione (*Transmission Protection Instrument*, TPI). Quello italiano, che nelle scorse settimane aveva risentito dell'incertezza politica e dell'accresciuta avversione al rischio nei mercati, negli ultimi giorni è sceso fino a 210 punti base, un livello ancora notevolmente più alto di quelli prevalenti in altri paesi dell'area colpiti come il nostro, dieci anni fa, dalla crisi dei debiti sovrani. Per una sua decisa e persistente diminuzione restano cruciali prudenza sul bilancio pubblico e politiche volte a riportare il Paese su un elevato sentiero di crescita.

Il risparmio in Italia: incertezza e crescita economica

Nell'attuale fase congiunturale l'andamento del risparmio riflette spinte contrastanti. Da un lato, è sostenuto dalla risposta di natura precauzionale delle famiglie all'elevata incertezza sulle prospettive economiche; dall'altro, è indebolito dal tentativo di mantenere adeguati livelli di consumo a fronte del notevole acuirsi delle pressioni sui prezzi.

In Italia, in linea con le tendenze registrate negli altri principali paesi dell'area dell'euro, è proseguita la riduzione della propensione al risparmio delle famiglie in atto dal secondo trimestre dello scorso anno, dopo l'eccezionale rialzo nella fase più acuta della pandemia, quando era salita con forti oscillazioni da meno del 10 per cento di fine 2019 al 18 per cento dei primi mesi del 2021. Nel secondo trimestre di quest'anno, per il complesso delle famiglie (che include quelle "produttrici"), la propensione al risparmio si è attestata all'11 per cento, due punti in meno rispetto all'ultimo trimestre del 2021.

In termini assoluti il risparmio delle famiglie si è avvicinato a 35 miliardi di euro nei tre mesi terminanti a giugno; pur tenendo conto dell'aumento dei prezzi registrato dal deflatore dei consumi, il livello era ancora del 13 per cento più alto di quello precedente lo scoppio della pandemia (dopo essere pressoché raddoppiato nei mesi immediatamente successivi). Nei primi sei mesi di quest'anno la riduzione in termini reali ha di poco superato il 16 per cento, risentendo dell'aumento dei prezzi per oltre 3 punti percentuali.

Gli andamenti aggregati nascondono però una notevole eterogeneità all'interno del settore. La capacità di risparmiare è infatti molto diversa tra le famiglie: per molti nuclei a basso reddito il risparmio potrebbe essere stato nullo o negativo; la formazione di risparmio si è verosimilmente concentrata presso le famiglie con redditi medio-alti, per le quali la quota di spesa per beni di prima necessità, che hanno registrato rincari particolarmente elevati, è relativamente minore.

In giugno, per effetto del forte calo dei prezzi delle attività, il valore della ricchezza finanziaria delle famiglie era sceso di quasi 350 miliardi di euro rispetto alla fine del 2021, a circa 4.900 miliardi. La ricchezza reale, costituita prevalentemente da abitazioni, era invece pari a 6.250 miliardi, con un aumento di 50 e il recupero dei livelli precedenti il ribasso avviatosi nel 2018 e già interrottosi lo scorso anno. Questo miglioramento ha riflesso sia il graduale incremento delle quotazioni di mercato delle abitazioni sia i nuovi investimenti immobiliari. Tenendo conto della lieve crescita delle passività finanziarie (circa 10 miliardi), la ricchezza netta delle famiglie è diminuita a circa 10.150 miliardi, un valore pari a 8,2 volte il reddito disponibile (era 8,4 a fine 2019). Valutata al netto dell'aumento del deflatore dei consumi, la ricchezza netta in termini reali si è ridotta di oltre il 6 per cento rispetto alla fine del 2021, di cui circa la metà a causa dell'inflazione.

L'accentuata volatilità nei mercati ha influito sulla composizione delle attività finanziarie delle famiglie. È proseguito l'aumento, seppure a ritmi più contenuti, dei depositi e del circolante, che a fine giugno avevano raggiunto un livello pari a un terzo del totale delle attività, il valore più elevato da oltre venti anni. Dopo un prolungato periodo di flessione, nella prima metà di quest'anno la quota investita direttamente in titoli obbligazionari a medio e lungo termine è leggermente salita, sospinta dal crescente costo-opportunità relativo alla detenzione di attività più liquide; ciò ha in parte compensato la riduzione della quota di attività detenute sotto forma di titoli azionari e in partecipazioni (in Italia riconducibili soprattutto alla proprietà familiare delle piccole e medie imprese), connessa con la flessione dei corsi sui mercati finanziari. Obbligazioni, azioni e partecipazioni rappresentano nel complesso poco meno del 30 per cento del totale delle attività finanziarie.

Gli investimenti in strumenti del risparmio gestito, pur riducendosi, sono rimasti positivi nel primo semestre dell'anno; la loro quota ammonta a oltre un terzo del totale delle attività finanziarie. L'espansione, in atto dagli inizi dello scorso decennio, è stata sospinta dalla sottoscrizione di quote di fondi comuni e di polizze assicurative; rimangono invece ancora limitati gli investimenti nei fondi pensione.

Lo sviluppo del comparto potrebbe essere favorito da un più diffuso ricorso degli investitori istituzionali ai fondi alternativi mobiliari specializzati nella valutazione e nella selezione di progetti complessi come, ad esempio, le ristrutturazioni aziendali. Il ruolo svolto da questi fondi, che operano su un orizzonte temporale di medio termine, può essere particolarmente importante per il finanziamento delle imprese di minore dimensione, in particolare quando volto all'ampliamento della scala operativa e agli investimenti in innovazione.

A fronte dell'elevata incertezza sulle prospettive economiche, è ancora più opportuno perseguire un'adeguata diversificazione degli investimenti, prestando la necessaria attenzione al contenimento dei rischi, così da proteggere il risparmio dall'aumento dell'inflazione e cogliere le opportunità che possono emergere nei comparti che beneficiano di rendimenti più alti. Restano fondamentali, al riguardo, i progetti volti ad aiutare i risparmiatori a prendere decisioni consapevoli e, più in generale, a innalzare il loro livello di cultura finanziaria; questo è tanto più urgente per quella fascia della popolazione economicamente vulnerabile che subisce più di altre le ripercussioni dell'inflazione sul potere d'acquisto dei redditi. La Banca d'Italia è fortemente impegnata su questo fronte, anche con iniziative che, come quelle tenutesi nell'ambito della quinta edizione del Mese dell'educazione finanziaria che oggi si conclude, sono rivolte a giovani e adulti lungo tutto il territorio nazionale.

Il settore finanziario e l'allocazione delle risorse per le attività produttive

In Italia le banche continuano a svolgere un ruolo molto rilevante per l'allocazione del risparmio all'attività produttiva e agli investimenti. A fronte del quasi 50 per cento di azioni e partecipazioni, l'indebitamento bancario rappresenta circa il 17 per cento del totale delle passività delle società non finanziarie, contro il 6 dei prestiti da altre società finanziarie e il 4 della provvista obbligazionaria. Nell'attuale fase ciclica il credito bancario alle imprese ha continuato a crescere: nei dodici mesi terminanti in settembre, anche a seguito dei maggiori costi connessi con lo shock energetico, ha accelerato al 4 per cento, dall'1 dello scorso gennaio. Il mantenimento della solidità dei bilanci bancari richiede che si presti particolare attenzione, anche con il puntuale ricorso agli accantonamenti, all'aumento del rischio di credito, evitando in tal modo che l'ineludibile inasprimento dei criteri di offerta dei prestiti connesso con la maggiore rischiosità dei prenditori, di cui già si avvertono i primi segnali, possa trasformarsi in una grave stretta creditizia.

Le banche italiane affrontano questa fase partendo da una situazione nel complesso equilibrata e certamente migliore di quella in cui si trovarono a fronteggiare le crisi finanziarie di dieci e più anni fa. I crediti deteriorati hanno continuato a ridursi; sono proseguite le cessioni e i tassi di deterioramento si sono mantenuti molto bassi nel confronto storico. Al netto delle rettifiche di valore, la loro incidenza sul totale dei finanziamenti era scesa alla fine di giugno all'1,5 per cento: per le banche significative, il divario di questo indicatore rispetto alla media degli altri istituti europei si è praticamente annullato.

Il rapporto tra il capitale di maggiore qualità e il totale delle attività ponderate per il rischio, pur diminuito di 50 punti base nel primo semestre dell'anno, al 14,8 per cento, rimane al di sopra dei valori del 2019. Il calo è stato determinato prevalentemente dalla distribuzione di utili da parte di alcuni grandi intermediari, dalla perdita di valore dei titoli contabilizzati al *fair value*, dal progressivo venir meno del regime transitorio introdotto nel 2018 con l'entrata in vigore del principio contabile IFRS9. Nel confronto storico la redditività si colloca su valori elevati: nel primo semestre il rendimento annualizzato del capitale e delle riserve è salito al 9 per cento, sostenuto dalla forte espansione del margine di interesse e, in misura minore, dal contenimento dei costi e dal mantenimento delle rettifiche di valore su bassi livelli.

Sebbene al momento non vi siano segnali rilevanti di peggioramento della qualità degli attivi bancari, stime basate sui più recenti scenari macroeconomici pubblicati dalla Banca d'Italia indicano che il prossimo anno il flusso di nuovi crediti deteriorati potrebbe crescere significativamente. All'aumento delle insolvenze contribuirebbe principalmente il rallentamento ciclico, con effetti verosimilmente maggiori per i crediti verso le imprese più esposte agli aumenti del prezzo dell'energia. Anche se alcune banche potrebbero incontrare maggiori difficoltà, specie in uno scenario particolarmente avverso, secondo le nostre più recenti valutazioni il sistema nel suo complesso dovrebbe comunque essere in grado di assorbire lo shock.

A fronte di queste prospettive ci attendiamo che le banche rivedano prontamente gli scenari utilizzati per la classificazione dei prestiti e riconoscano senza ritardi le perdite attese. Una corretta classificazione contabile e prudenziale non solo accresce la trasparenza dei bilanci, ma permette anche di meglio gestire i rischi. Svalutazioni effettuate

- coerentemente con i principi contabili internazionali - a fronte di un aumento prospettico della probabilità di insolvenza dei debitori consentono di diluire l'impatto del deterioramento della qualità del credito. Allo stesso tempo, grazie agli utili conseguiti nell'anno, il rafforzamento della dotazione patrimoniale aiuta a meglio sostenere l'impatto di una evoluzione del quadro macroeconomico peggiore di quanto atteso.

Le banche di credito cooperativo (BCC) hanno storicamente svolto un ruolo molto rilevante nell'intermediazione del risparmio, con particolare riguardo al finanziamento delle imprese di minori dimensioni. Tale ruolo non è venuto meno, si è anzi rafforzato a seguito della riforma, nonostante i dubbi più volte manifestati. Nei quasi quattro anni passati dall'avvio dei gruppi cooperativi la loro quota di mercato dei prestiti alle imprese è rimasta stabile al 10 per cento, quasi il 20 se si considerano i finanziamenti alle sole piccole e micro imprese. La dimensione media dei prestiti è inoltre rimasta pressoché invariata, suggerendo che la clientela di riferimento tipica delle BCC non sia mutata. Grazie al rafforzamento dei profili tecnici delle banche del settore, la riforma ha quindi permesso loro di preservare il ruolo di sostegno alle imprese nei territori di insediamento nel difficile contesto che ha caratterizzato gli ultimi anni.

Tra la fine del 2018 e lo scorso giugno il rapporto tra i crediti deteriorati e il totale dei finanziamenti facenti capo ai gruppi cooperativi si è ridotto, al netto delle rettifiche, dal 6,0 all'1,8 per cento e i tassi di copertura sono saliti di quasi 18 punti percentuali, al 68 per cento. Il rapporto tra costi e ricavi è sceso di oltre 11 punti percentuali, al 64 per cento, e il rendimento del capitale e delle riserve è aumentato fino a superare, nel primo semestre di quest'anno, quello medio delle altre banche significative italiane. Dal 2018 il coefficiente patrimoniale relativo al capitale di migliore qualità è aumentato di 3 punti percentuali, al 19 per cento. Notevoli progressi sono avvenuti anche nell'ambito del governo societario e degli standard gestionali. La costituzione dei gruppi ha consentito inoltre di rendere più sicuro, veloce e fluido il superamento di situazioni di fragilità di singole affiliate.

È indubbio che la riorganizzazione del credito cooperativo abbia richiesto alle BCC e alle capogruppo importanti cambiamenti sul piano strategico, organizzativo e operativo, con costi di impianto e nuovi oneri connessi in parte con l'appartenenza a intermediari qualificati come significativi a fini di supervisione. Questi cambiamenti sono tuttavia avvenuti in un contesto regolamentare e di vigilanza attento alle caratteristiche delle BCC, connotate a livello individuale da dimensioni e complessità contenute. In particolare, per quelle con attivo di bilancio non superiore a 5 miliardi sono previste regole in materia di governo societario e remunerazioni graduate secondo criteri di proporzionalità, recentemente rivisti per ampliarne la portata. Per tutte, la Banca d'Italia ha inoltre eliminato l'obbligo di redigere i resoconti individuali riguardo all'autovalutazione dell'adeguatezza del patrimonio e della liquidità e semplificato gli obblighi di informazione riguardo al ricorso a fornitori esterni. Il criterio di proporzionalità guida anche la disciplina dei controlli interni: gli intermediari possono infatti articolare le funzioni di controllo in modo più snello se ciò è coerente con il profilo di rischio, la dimensione e la complessità operativa.

Così come quella bancaria, anche l'industria del risparmio gestito gode di una situazione complessivamente favorevole. Nei primi sei mesi del 2022 il calo delle quotazioni ha determinato una contrazione del patrimonio dei fondi di investimento, ma la raccolta

netta è rimasta leggermente positiva. Coerentemente con le aspettative su tassi di interesse e inflazione, sono cresciute le sottoscrizioni di fondi azionari a fronte dei rimborsi di fondi obbligazionari.

Prosegue l'interesse degli investitori verso i fondi di investimento sostenibili: nella prima metà dell'anno i fondi italiani che perseguono obiettivi ambientali, sociali e di governo societario (*environmental, social and governance, ESG*) sono stati interessati da nuove sottoscrizioni, mentre i restanti hanno registrato deflussi. I fondi italiani, inclusi quelli alternativi, presentano rischi di liquidità e leva in media contenuti, caratteristiche che dovrebbero limitare le conseguenze di possibili ulteriori turbolenze di mercato.

La raccolta e l'allocazione del risparmio potranno beneficiare dell'investimento in nuove tecnologie. Come ho più volte ricordato, le innovazioni che ricorrono alla tecnologia dei registri distribuiti (*distributed ledger technologies, DLT*) hanno il potenziale di ridurre i costi dell'intermediazione, con benefici per gli investitori e per le imprese. Tuttavia, l'innovazione non è esente da rischi. Occorre distinguere tra la tecnologia e le cripto-attività che la utilizzano: riguardo a queste ultime abbiamo ripetutamente informato i risparmiatori, richiamando l'esigenza di ben distinguere tra le cripto-attività emesse a fronte di attività reali o finanziarie e quelle, al contrario, prive di valore intrinseco. Lo scorso giugno abbiamo inoltre inviato a tutti i soggetti vigilati, agli operatori sorvegliati nell'ambito del sistema dei pagamenti, ai fornitori di servizi tecnologici una comunicazione che sottolinea l'esigenza di adeguati presidi per attenuare i rischi connessi con l'impiego della DLT ("Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività", giugno 2022).

Ulteriore chiarezza verrà fatta con la definitiva approvazione del regolamento dell'Unione europea in materia di cripto-attività (*Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR*). Regole comuni per l'emissione e l'offerta al pubblico di questi strumenti e requisiti per la prestazione di servizi a essi collegati favoriranno la tutela degli utenti, l'integrità e la stabilità del sistema finanziario, creando al contempo le condizioni perché anche in Europa si colgano le opportunità offerte dalla tecnologia. Il regolamento relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sui registri distribuiti (il cosiddetto *DLT pilot regime*), pubblicato lo scorso giugno, consentirà inoltre di sperimentare nuove modalità di emissione e circolazione degli strumenti finanziari sotto la supervisione di Consob e Banca d'Italia.

I risultati preliminari di una indagine da noi svolta nei mesi scorsi indicano un crescente interesse verso le potenzialità della DLT e delle cripto-attività da parte degli intermediari, che sempre in maggior numero svolgono attività di ricerca e sperimentazione, con particolare attenzione alla prestazione di servizi come la custodia, la ricezione e trasmissione di ordini, lo scambio tra cripto-attività e valute. Nelle more dell'introduzione di regole specifiche, vigiliamo affinché ciò avvenga nei limiti della regolamentazione esistente e presidiando adeguatamente i rischi.

I costi dell'inflazione impongono un intervento deciso da parte del Consiglio direttivo della BCE volto a scongiurare il pericolo che essa si trasli sulle aspettative, innescando una rincorsa tra prezzi e salari, con il rischio di aumentarne la durata e di amplificarne gli effetti negativi sulle nostre economie. Dallo scorso luglio i tassi ufficiali sono stati aumentati di 2 punti percentuali, partendo dai livelli straordinariamente bassi determi-

natisi nel far fronte prima alle conseguenze della crisi finanziaria globale e di quella dei debiti sovrani, poi a quelle della pandemia. Il rapido peggioramento delle prospettive economiche, che risentono soprattutto dell'eccezionale incremento dei costi dell'energia, richiede ancora di agire in modo progressivo, considerando con attenzione il rischio del prolungamento di un'inflazione inaccettabilmente elevata e tenendo altresì conto, con altrettanta attenzione, delle possibili ripercussioni dei mutamenti del quadro congiunturale. Consapevoli dei rischi per la stabilità finanziaria e delle implicazioni per lo stesso mantenimento della stabilità dei prezzi nel caso in cui si dovesse verificare un più grave, inatteso, peggioramento della congiuntura, si può certo discutere del ritmo al quale far salire i tassi ufficiali, ma ritengo che non si debbano avere dubbi sulla direzione intrapresa né sul fatto che il loro livello non sia ancora coerente con il conseguimento dell'obiettivo di un'inflazione al 2 per cento nel medio periodo.

In seguito alla necessaria normalizzazione delle condizioni monetarie, il costo per il servizio del debito è destinato a salire. Ciò rende ancora più importante delineare un percorso realistico per proseguire la fase di graduale rientro dagli alti livelli del debito pubblico in rapporto al PIL avviata negli ultimi due anni. Sarebbe un segnale decisivo di credibilità per i mercati, che si tradurrebbe in premi per il rischio sovrano più bassi, contenendo l'onere da interessi e riducendo lo sforzo necessario per raggiungere gli obiettivi di bilancio.

Se le conseguenze redistributive e allocative dei maggiori costi dell'energia non possono essere ignorate, i margini per l'erogazione di aiuti a famiglie e imprese saranno verosimilmente molto più limitati che negli ultimi due anni; possono essere ampliati con la riduzione di altre spese. Interventi temporanei e mirati, destinati ai nuclei e ai comparti produttivi in maggiore difficoltà, potranno contribuire a contenere la riduzione dei redditi reali e, per tale via, le pressioni sull'inflazione connesse con le richieste salariali senza compromettere l'equilibrio dei conti pubblici.

Negli ultimi due anni la riduzione del rapporto tra debito e prodotto ha beneficiato della ripresa dell'economia, più rapida del previsto, ed è stata favorita da un aumento dei prezzi certo tanto poco desiderato quanto ampio e prolungato. Ma oggi non possiamo che auspicare e ricercare una rapida diminuzione della "tassa" da inflazione, per la stabilità dell'economia, per la protezione del risparmio e per il sollievo di chi più risente dell'eccezionale aumento dei costi energetici. Bisognerà fare attenzione a non ripetere gli errori di quaranta e più anni fa quando al persistere dell'inflazione dovuto alla vana rincorsa tra prezzi e salari si associarono molti anni di disavanzi eccessivi, con la conseguenza ultima della crisi finanziaria e valutaria di cui ricorre in questi mesi il trentennale.

Resta fondamentale indirizzare le risorse pubbliche a sostegno della crescita economica. Il Paese oggi beneficia del forte impulso assicurato dalle ingenti risorse rese disponibili, nell'ambito del programma Next Generation EU (NGEU), per gli investimenti e le riforme previsti nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. I finanziamenti ricevuti ammontano già a 46 miliardi; a breve ne verranno erogati altri 21, sotto forma sia di trasferimenti sia di prestiti a basso costo. La realizzazione, completa e senza ritardi, di questo piano, ambizioso ma realistico, potrà tradursi in un rafforzamento significativo del potenziale di crescita della nostra economia.

L'Italia, che è il principale beneficiario delle risorse comuni fornite con il programma NGEU, ha la responsabilità di dimostrare con risultati concreti quali progressi può

conseguire un'Unione europea più forte e coesa. La nostra economia, dopo anni di ristagno, può tornare su un sentiero di sviluppo sostenuto e durevole fondato sul rinnovo e l'ampliamento delle infrastrutture e sull'accumulazione di capitale, non solo fisico. Si tratta di un obiettivo alla nostra portata; quanto più si manifesterà la determinazione e la capacità di conseguirlo, tanto più agli investimenti pubblici potrà associarsi la forza rinnovata dell'investimento privato, fondata sul necessario alimento del risparmio, che le famiglie italiane hanno laboriosamente accumulato nel tempo.



INTERVENTO DI

GIANCARLO GIORGETTI

Ministro dell'Economia e delle Finanze

Minister of Economy and Finance

La crisi ci ha insegnato quanto sia necessario che gli Stati facciano “gioco di squadra”, ponderando assieme presente e il futuro, stimoli e debito; coniugando quindi sacrifici e necessità del consumo; coordinandosi per fissare le regole e definire le prerogative di Stati e istituzioni tali da gestire gli eventi imprevisi che purtroppo seguivano a colpire l’Unione in modo trasversale. È necessario, a tal fine, che si continui, con progressi concreti, a portare a termine, con successo, le riforme già avviate e che ho brevemente descritto. Il loro completamento, infatti, unito agli sforzi profusi per la modernizzazione dei mercati finanziari e la valorizzazione di una educazione finanziaria in Italia, permetteranno lo sviluppo di mercati solidi ed efficienti, capaci di allocare le risorse in modo proficuo e sostenibile, offrendo opportunità ai risparmiatori e alle imprese. Ma per gestire le situazioni di crescente incertezza del presente sarà comunque necessario coltivare una certezza: quella

di radicare i nostri atti nel buon senso di einaudiana memoria. E perché ciò avvenga è necessario che il settore finanziario assolva alla sua missione di aiutare i risparmiatori e gli investitori a compiere scelte consapevoli che indirizzino le loro risorse verso obiettivi coerenti con una sana crescita dell’economia reale del nostro Paese, coscienti della necessità di assicurare l’equilibrio di bilancio nel medio-lungo periodo. Sulla base di queste premesse, sarà possibile fare il nostro dovere nei confronti del risparmio, obbedendo alle forze morali che esso impone di mettere in atto per proteggerlo in tanta generale incertezza. Perciò dobbiamo tutti fare il nostro dovere. La ricchezza effettiva dipende dalla prudenza di chi amministra con parsimonia e buon senso rispetto agli eventi occorsi e a quant’altro potrà accaderci. Non l’imprudenza, ma la coscienza di avere agito con oculatezza e calma diffonderà fiducia e porterà nuova crescita.

Parole chiave: Crescita – crisi – risparmio – settore economico – mercati finanziari

The crisis has taught us how necessary it is for States to play as a team, weighing up present and future, stimuli and debt; thus combining sacrifices and consumption needs; coordinating to set the rules and define the prerogatives of States and institutions such as to manage the unforeseen events that unfortunately continue to affect the Union in a transversal way. To this end, it is necessary to continue, with concrete progress, to successfully complete the reforms that have already been initiated and which I have briefly described. Their completion, in fact, combined with the efforts made for the modernisation of financial markets and the enhancement of a financial education in Italy, will allow the development of solid and efficient markets that are capable of allocating resources in a profitable and sustainable way, offering opportunities to savers and companies. But to manage the present situations of growing uncertainty, it will still be necessary to

cultivate a certainty: that of rooting our acts in the common sense of Einaudian memory. And for this to happen it is necessary that the financial sector fulfils its mission of helping savers and investors to make conscious choices that direct their resources towards objectives consistent with a healthy growth of the real economy of our country, aware of the need to ensure the balance of the budget in the medium-long term. On the basis of these premises, it will be possible to do our duty towards saving, obeying the moral forces that it imposes to put in place to protect it amid so much general uncertainty. So we all have our part to play. Actual wealth depends on the prudence of those who administer with thrift and common sense with respect to the events that have occurred and whatever else may happen to us. Not recklessness, but the awareness of having acted with prudence and calmness will spread confidence and bring new growth.

Keywords: Growth – crisis – savings – economic sector – financial markets

1. Introduzione



Generali Presidenti, signor Governatore, è un onore partecipare a questa consolidata ricorrenza, di cui Vi sono grato. Ancora di più perché essa è dedicata a riconfermare il significato cruciale del risparmio in questi anni di generale incertezza.

Sono questi i tempi che ci costringono a ritrovare certezze più profonde, ataviche, com'è sempre nei momenti critici delle nazioni o delle famiglie. Ed è proprio allora che serve l'esempio dei migliori, rinnovare il loro ricordo, per tenere ben fermo l'ottimismo e un agire a esso appropriato.

Torna, quindi, più prezioso adesso, in un sistema economico che si trova davanti all'evidenza della scarsità e dell'incertezza, il senso della parsimonia come ne scriveva Einaudi.

Per Einaudi, infatti, l'atto di consumo non era sano, senza l'atto spirituale di ponderarlo con la prudenza del futuro.

Per troppi anni, in ogni settore economico, si è badato solo al consumo adesso e per sé. Invece, occorre a tutti ora, che si parli di energia, di filiere produttive, di catene del valore o di attività finanziarie delle famiglie, di badare al domani e non solo per sé, ma con gli altri.

Detto in altri termini occorre il massimo impegno per proteggere l'economia delle famiglie e delle imprese dalle emergenze gravi del presente, nella convinzione che - in questi anni di incertezza - occorra proteggere la dignità e l'operosità dei cittadini e non la logica del debito e del sussidio; e che si debbano tutelare le imprese dalla volatilità dei prezzi e dalla scarsità delle risorse, non solo assicurando loro la disponibilità di liquidità, ma anche che tale disponibilità sia accessibile a condizioni il più possibile vantaggiose.

Fatta questa premessa doverosa, cominciamo con un dato: la propensione al risparmio delle famiglie italiane si è confermata robusta e pur decelerando in relazione al mutato costo della vita, si attesta ancora su livelli significativi.

Ricordiamocelo: l'enorme ricchezza netta delle famiglie italiane investita in depositi, titoli, azioni è perciò garanzia fondante del nostro futuro, non meno dell'energia. Come scriveva Einaudi nel 1899: il capitale è risultato del risparmio. In altri termini, la buona pratica del risparmio è essa stessa generatrice di ricchezza.

Questa crescita del risparmio precauzionale, si spiega con l'inevitabile prudenza in-dotta dalla fase d'incertezza internazionale che stiamo attraversando.

Dunque, ecco dagli eventi un monito ulteriore: dobbiamo premiare la prudenza degli italiani non solo guardando ai consumi, salvaguardandone il potere di acquisto, ma perseguendo l'obiettivo di una tutela del risparmio effettiva, che ne garantisca la sostenibilità dei suoi impieghi nel medio-lungo periodo.

E per fare ciò occorre una "veduta lunga" al fine di incentivare un approccio più dinamico e consapevole alla gestione del risparmio, canalizzandolo nel nostro paese verso impegni produttivi e sostenibili.

Torna, quindi, attuale il dibattito emerso in sede di Assemblea costituente che portò all'approvazione dell'emendamento Zerbi (professore di ragioneria generale alla Cattolica) al quale si deve la versione definitiva del primo comma dell'articolo 47 della nostra Costituzione. Su sua proposta, infatti, fu inserito il verbo "incoraggia" accanto al verbo "tutela" e fu data alla parola risparmio l'accezione più ampia, aggiungendo la formula "in tutte le sue forme".

Oggi in questo tempo di incertezze, per rendere effettivo il dettato costituzionale, dobbiamo incoraggiare il risparmio e destinarlo, anche attraverso nuovi strumenti al sostegno dei processi di transizione (quali quella digitale e green) e, allo stesso tempo, tutelarlo dai rischi connessi all'inflazione.

A ottobre, infatti, l'ultimo tasso di inflazione disponibile nell'Area euro ha raggiunto il 10 per cento, mentre in Italia, in attesa di dati consolidati, a ottobre si sta attestando addirittura al 12,8%.

Si tratta di livelli elevati ma in linea con quelli delle altre economie avanzate.

Tale crescita dell'inflazione si traduce in un "surriscaldamento" dei prezzi che incide sul risparmio in molteplici modi.

In primo luogo, ne riduce il quantum a seguito dell'aumento della spesa per i consumi finali e alla conseguente diminuzione del reddito disponibile delle famiglie. In secondo luogo, ne erode il valore nel tempo perché il potere d'acquisto delle somme detenute in forma di depositi lentamente nel tempo scende.

In assenza negli ordinamenti moderni della cosiddetta "clausola oro" di Einaudi, per scongiurare tali rischi ed evitare che si riflettano negativamente sullo sviluppo economico del Paese, occorre adottare politiche di rapido contrasto al fenomeno inflattivo, in grado di frenare sì la crescita dell'aumento dei prezzi, ma soprattutto tali da evitare che tale crescita sia prolungata.

2. Contesto macroeconomico ed esigenze di coordinamento internazionale e integrazione europea

Abbiamo accennato alla crescita, vediamo – quindi - la situazione nel suo evolvere che voglio credere positivo.

Una prima lente attraverso la quale guardare con ottimismo alle prospettive di crescita della nostra economia nel difficile contesto internazionale in cui ci troviamo è connessa all'attuazione del Piano di Ripresa e Resilienza (PNRR): queste ingenti risorse, infatti, permetteranno di promuovere la transizione ecologica e digitale, rilanciare la crescita e migliorare l'inclusione sociale, territoriale, generazionale e di genere.

Ma se il Dispositivo per la ripresa e la resilienza (Regolamento europeo n. 241 del 2021) è stata una prima prova della consapevolezza acquisita a livello europeo della necessità di una reazione urgente e coordinata - sia a livello di Unione sia a livello nazionale - per far fronte alle enormi conseguenze economiche e sociali della crisi pandemica così come delle precedente crisi finanziaria del 2009, non deve dimenticarsi che è in corso un ampio dibattito in sede europea per la riforma del Patto di Stabilità e Crescita.

Auspicabilmente sarà, infatti, presto adottata una proposta da parte della Commissione europea di revisione delle regole di bilancio al fine di conseguire un adeguato equilibrio tra responsabilità fiscale, sostenibilità del debito e supporto alla crescita economica.

Il nuovo Governo è orientato a confermare il proprio impegno - nei prossimi anni - a ridurre il deficit della pubblica amministrazione e il rapporto debito/PIL; ma è anche profondamente convinto dell'urgenza di proteggere le famiglie, soprattutto le più deboli, dal rialzo delle bollette e del carrello della spesa, di difendere la competitività delle nostre aziende, anche a fronte delle ingenti misure di supporto annunciate da altri Paesi europei (quali Germania e Francia) e non solo (ad esempio il Giappone).

Merita, inoltre, di essere sottoposto alla vostra attenzione l'impegno nel rafforzamento del processo di condivisione del rischio all'interno del Mercato Unico: fondamentali, in tal senso, saranno il completamento dell'Unione bancaria e del Mercato Unico dei Capitali al fine di aumentare la solidità del tessuto economico europeo rispetto agli shock, in particolare a quelli esterni.

Stiamo, inoltre, valutando come migliorare le misure di sostegno all'economia in coerenza con l'evoluzione del Quadro temporaneo sugli aiuti di Stato, e, in particolare, le garanzie pubbliche sui finanziamenti alle imprese. A tal fine è stato già potenziato il Fondo di Garanzia per le PMI, si è dato avvio alla nuova misura gestita da SACE, c.d. SupporItalia ed è stato rinnovato lo strumento della Riassicurazione dei crediti commerciali, già utilizzato efficacemente durante l'emergenza Covid.

Ma sottolineo che, oltre all'impegno del Governo, rimane fondamentale il coinvolgimento del sistema finanziario e di quello assicurativo e il conseguente significativo ruolo che le banche e le assicurazioni devono continuare a giocare sia nella valutazione del merito di credito delle imprese, sia nella compartecipazione al rischio assunto dallo Stato tramite il rilascio di garanzie.

3. Situazione del sistema bancario italiano e iniziative del Ministero

Come ha già spiegato il Governatore Visco, il sistema bancario italiano ha mostrato una marcata resistenza durante la crisi pandemica. Nonostante lo shock inatteso e il graduale e calibrato phase-out di alcune delle misure straordinarie di supporto pubblico, nel primo semestre dell'anno le principali banche italiane hanno riportato indicatori di solvibilità, liquidità e redditività in linea con la media europea; tuttavia si sta assistendo a un aumento del costo del credito e, nel breve periodo, potrebbe registrarsi un'ulteriore restrizione nelle politiche di offerta ai giovani, alle famiglie e alle imprese, che va attentamente monitorata, al fine di valutare ogni intervento necessario (come da ultimo fatto dal Governo per i prestiti relativi al Fondo di garanzia per la prima casa).

Nell'ambito dei processi europei di revisione delle norme del settore bancario-finanziario, il più prossimo alla conclusione sembra essere il recepimento del nuovo standard internazionale c.d. Basilea 3+. Su questo fronte il Ministero si è fatto parte attiva, promuovendo l'opera di convergenza e sollecitando interventi correttivi dell'originaria proposta della Commissione. E' in corso anche la revisione della disciplina antiriciclaggio, la quale prevede anche l'istituzione della nuova "Autorità europea di supervisione antiriciclaggio" (Anti-Money Laundering Authority - AMLA). Il Ministero sta lavorando alla candidatura dell'Italia per la sede della nuova autorità.

Nel breve periodo, dovrà essere, inoltre, avviata la revisione del quadro europeo in materia di gestione delle crisi bancarie e di tutela dei depositanti. Fondamentali saranno le proposte della Commissione europea volte a correggere le rigidità presenti nell'attuale framework normativo, che possono rappresentare un ostacolo al raggiungimento di soluzioni efficienti, in particolare per le banche di minori dimensioni. La revisione della disciplina per la gestione delle crisi bancarie getterà inoltre le basi per il completamento dell'Unione bancaria, attraverso la costituzione di un sistema di garanzia dei depositi europeo (cd. European Deposit Insurance Scheme - EDIS).

Meritano menzione, inoltre, le vicende recenti relative a Banca Monte Paschi di Siena, alle quali ha molto giovato il rapporto di collaborazione instaurato con le istituzioni europee, attraverso una revisione condivisa e sostenibile degli Impegni assunti nel 2017 in occasione della ricapitalizzazione precauzionale di MPS. L'attuale Governo lavorerà per gestire in maniera ordinata la dismissione della quota azionaria detenuta dallo Stato – nel rispetto degli impegni presi con la Commissione – lasciando al mercato un soggetto bancario forte e capace di operare in un'economia diversificata e articolata, anche geograficamente, come quella italiana.

4. Conclusioni

Avviandomi alle conclusioni, direi che la crisi ci ha insegnato quanto sia necessario che gli Stati facciano "gioco di squadra", ponderando assieme presente e il futuro, stimoli e debito; coniugando quindi sacrifici e necessità del consumo; coordinandosi per fissare le regole e definire le prerogative di Stati e istituzioni tali da gestire gli eventi imprevisi che purtroppo seguitano a colpire l'Unione in modo trasversale.

È necessario, a tal fine, che si continui, con progressi concreti, a portare a termine, con successo, le riforme già avviate e che ho brevemente descritto.

Il loro completamento, infatti, unito agli sforzi profusi per la modernizzazione dei mercati finanziari e la valorizzazione di una educazione finanziaria in Italia, permetteranno lo sviluppo di mercati solidi ed efficienti, capaci di allocare le risorse in modo proficuo e sostenibile, offrendo opportunità ai risparmiatori e alle imprese.

Ma per gestire le situazioni di crescente incertezza del presente sarà comunque necessario coltivare una certezza: quella di radicare i nostri atti nel buon senso di einaudiana memoria.

E perché ciò avvenga è necessario che il settore finanziario – oggi qui rappresentato ai massimi livelli – assolva alla sua missione di aiutare i risparmiatori e gli investitori a compiere scelte consapevoli che indirizzino le loro risorse verso obiettivi coerenti con una sana crescita dell'economia reale del nostro Paese, coscienti della necessità di assicurare l'equilibrio di bilancio nel medio-lungo periodo.

Sulla base di queste premesse, sarà possibile fare il nostro dovere nei confronti del risparmio, obbedendo alle forze morali che esso impone di mettere in atto per proteggerlo in tanta generale incertezza. E come non rammentare l'ottimismo di Einaudi che Guido Carli ricordò nel 1964, sempre in un'altra giornata del risparmio. Al pessimismo di quanti ritenevano che sarebbero occorsi decenni per risollevare l'economia italiana, Luigi Einaudi replicò che invece sarebbero bastati degli anni e non troppi. Le forze morali della nazione, le sue capacità d'operosità e di risparmio andavano ben al di là dei capitali materiali, e avrebbero accelerato la ripresa ben oltre ogni speranza. E così avvenne.

Perciò dobbiamo tutti fare il nostro dovere. La ricchezza effettiva dipende dalla prudenza di chi amministra con parsimonia e buon senso rispetto agli eventi occorsi e a quant'altro potrà accaderci. Non l'imprudenza, ma la coscienza di avere agito con oculatezza e calma diffonderà fiducia e porterà nuova crescita.

LA DISCLOSURE AMBIENTALE IN EUROPA: EVIDENZE DALLE AZIENDE QUOTATE DELL'INDICE EURO STOXX 50

*ENVIRONMENTAL DISCLOSURE IN EUROPE:
EVIDENCE FROM EURO STOXX 50 INDEX LISTED
COMPANIES*

Enzo Scannella, Salvatore Polizzi

*Dipartimento di Scienze Economiche, Aziendali e Statistiche
Università degli Studi di Palermo*

*Department of Economics, Business and Statistics
University of Palermo*

enzo.scannella@unipa.it

Il presente lavoro mira ad identificare le principali determinanti interne ed esterne che influenzano le pratiche di disclosure ambientale delle aziende. La metodologia empirica consiste nella definizione ed impiego di un dizionario di disclosure ambientale sviluppato specificamente per analizzare i bilanci aziendali, nell'utilizzo di un modello econometrico ad effetti fissi su dati panel e su un'analisi della differenza-nelle-differenze. Il campione analizzato include le aziende dell'indice Euro Stoxx 50, i cui bilanci sono stati analizzati nell'arco temporale dal 2010 al 2019. I risultati principali mo-

strano l'esistenza di una relazione non lineare fra dimensione aziendale e disclosure ambientale, mentre altri variabili aziendali non sembrano avere un impatto significativo sulla disclosure. Emerge inoltre che la legge francese 2015-992 sulla transizione energetica per la crescita sostenibile e gli accordi di Parigi hanno contribuito ad aumentare il livello di disclosure ambientale. Tale analisi mostra che gli interventi normativi nazionali ed internazionali possono svolgere un ruolo importante per migliorare la trasparenza delle aziende sulle tematiche ambientali.

Parole chiave: disclosure ambientale – Euro Stoxx 50 – reporting – content analysis.

The present study aims to detect the main internal and external determinants that influence corporate environmental disclosure practices. The empirical methodology consists in the development and use of an environmental disclosure dictionary specifically designed to examine corporate annual reports, in a fixed effect panel data econometric model and in a difference-in-differences analysis. The sample analysed includes those firms belonging to the Euro Stoxx 50 index, whose annual reports have been examined over the 2010 – 2019 time period. The main results show the existence of

a non-linear relationship between firm size and environmental disclosure, whilst other firm specific variables do not seem to have a significant impact on disclosure. Furthermore, it emerges that the French Law 2015-992 on energy transition for sustainable growth and Paris accords have contributed in increasing the levels of corporate environmental disclosure. Such analysis shows that national and international regulatory interventions can play an important role to increase firm transparency with reference to environmental matters.

Keywords: corporate environmental disclosure; Euro Stoxx 50; reporting; content analysis.

1. INTRODUZIONE

I rischi di tipo ambientale hanno recentemente assunto una grande importanza, non solo con riferimento agli impatti che hanno sul nostro pianeta, ma anche con specifico riferimento all'economia e gestione aziendale. In generale, è possibile identificare due grandi categorie di rischi che influenzano le aziende, ovvero i rischi fisici e i rischi non fisici (Christophers, 2017; Farbotko, 2019). I rischi fisici sono legati a fenomeni fisici per l'appunto, direttamente collegati ai rischi ambientali. Queste tipologie di rischi sono riconducibili al rischio che il valore dell'attivo dell'azienda possa diminuire significativamente a causa dei danni diretti causati dai problemi ambientali determinati dalle attività antropiche. D'altro canto, i rischi non-fisici sono associati alle conseguenze politiche, regolamentari, sociali ed economiche dei problemi ambientali. Si tratta di danni indiretti potenziali, i quali includono i costi per conformarsi ai requisiti regolamentari di tipo ambientale, i costi di transizione verso un'economia basata sulle risorse rinnovabili¹ ed i costi di natura reputazionale per le aziende più inquinanti. Considerato il rilevante impatto delle attività umane sull'ambiente, le aziende sono chiamate non solo a gestire adeguatamente i rischi ambientali, ma anche a fornire al pubblico un adeguato livello di informazioni sull'esposizione, controllo e gestione di tali rischi.

La disclosure sui rischi ambientali nell'economia e gestione aziendale ha catturato l'attenzione di stakeholder ed investitori a livello internazionale. Un chiaro esempio di questo interesse è la task force del Financial Stability Board (2017) sulla disclosure finanziaria dei rischi climatici, secondo la quale è spesso difficoltoso per gli investitori reperire informazioni sull'esposizione delle aziende verso i rischi ambientali e su come questi rischi sono gestiti. Sebbene la necessità di migliorare la disclosure ambientale sia stata rimarcata da vari standard internazionali (fra i più rilevanti, si ricorda la Global Reporting Initiative e la serie AA1000 della Association of Chartered Certified Accountants), le implicazioni economiche e finanziarie di questi rischi a livello aziendale sono stati largamente trascurati.

¹ Nel 2015, si è stimato che questa transizione potrebbe costare decine di trilioni di dollari statunitensi (International Energy Agency, 2015).

La maggioranza dei contributi scientifici sulla disclosure ambientale delle aziende ha anche trascurato gli impatti economici e finanziari dei rischi ambientali. La letteratura è prevalentemente focalizzata sulla sostenibilità sui report integrati e di sostenibilità (Hahn & Kühnen, 2013; Dumay et al., 2016), i quali sono redatti dalle aziende per fornire informazioni ad un'ampia platea di stakeholder, piuttosto che sulla reportistica di bilancio, i cui destinatari principali sono gli investitori attuali e potenziali. A tal proposito, è opportuno evidenziare che persino il Financial Stability Board (2017) ha suggerito di riportare l'informativa aziendale sui rischi ambientali all'interno del bilancio civilistico annuale, piuttosto che in altri documenti che non sono indirizzati ad investitori ed azionisti. Pertanto, è importante analizzare nel dettaglio la disclosure ambientale delle aziende ed identificare i fattori che inducono le aziende a pubblicare un'informativa completa a beneficio di investitori attuali e potenziali.

Il presente articolo mira ad analizzare le specifiche determinanti aziendali della disclosure ambientale e l'impatto di specifici interventi regolamentari nel contesto europeo. Mediante l'impiego di un dizionario sulla disclosure ambientale validato da un panel di esperti, regressioni ad effetti fissi su dati panel e un'analisi della differenza nelle differenze (difference-in-differences), questo articolo si pone l'obiettivo di identificare i principali fattori interni ed esterni che inducono le aziende a fornire adeguati livelli di disclosure ambientale. In particolare, l'analisi empirica si focalizza su un campione di aziende quotate, le quali compongono l'indice finanziario Euro Stoxx 50.

Questo studio contribuisce alla letteratura empirica identificando le specifiche determinanti aziendali e regolamentari della disclosure ambientale nei bilanci civilistici e pertanto indirizzata agli investitori attuali e potenziali. Inoltre, questo articolo fornisce un importante contributo metodologico proponendo un dizionario di disclosure ambientale validato da un panel di esperti che può rappresentare un importante punto di riferimento per ricercatori e studiosi per spingere ulteriormente in avanti la frontiera della ricerca sulla disclosure aziendale dei rischi ambientali tramite nuove ricerche empiriche.

I principali risultati di questo lavoro mostrano l'esistenza di una relazione non lineare fra la dimensione aziendale e la disclosure ambientale. Questo risultato può essere interpretato considerando congiuntamente le interpretazioni di vari quadri teorici di riferimento, come ad esempio la teoria dei costi politici (Watts e Zimmerman, 1986), la teoria dei segnali (Spence, 1973), la teoria degli stakeholder (Suchman, 1995) e la teoria della legittimità (Freeman, 2010). Con riferimento alle altre variabili aziendali prese in esame, non è stata riscontrata un'associazione statisticamente significativa con la disclosure ambientale. Altro risultato interessante che emerge dall'analisi è che gli interventi regolamentari a livello internazionale (United Nations Framework Convention on Climate Change) e nazionale (Legge francese 2015-992 sulla transizione energetica per la crescita sostenibile) giocano un ruolo fondamentale nel miglioramento delle pratiche di disclosure ambientale delle aziende.

Il prosieguo dell'articolo è strutturato nel seguente modo: la sezione numero 2 sviluppa le ipotesi di ricerca; la sezione numero 3 descrive la metodologia adottata nell'analisi empirica; la sezione numero 4 mostra e commenta i risultati dell'analisi; infine, la sezione numero 5 trae le dovute conclusioni.

2. FORMULAZIONE DELLE IPOTESI DI RICERCA

Sulla base della letteratura sulla disclosure (Al-Tuwaijri et al., 2004; Branco & Rodrigues, 2008; Chandok & Singh, 2017; Dicuonzo, 2018; Tzouvanas et al., 2020), sono state identificate le principali variabili di bilancio che potrebbero determinare il livello di disclosure in generale e, più specificamente, la disclosure sui rischi ambientali. Sulla base di considerazioni teoriche formulate ex-ante, si ritiene che le seguenti variabili potrebbero influenzare il livello di disclosure:

- Dimensione aziendale: la dimensione aziendale (misurata tramite il dato di totale attivo) è ampiamente utilizzata nella letteratura sulla disclosure (fra i vari studi, si veda ad esempio Woods et al., 2008; Miihkinen, 2012). Numerosi quadri teorici di riferimento possono essere adottati per spiegare la relazione fra dimensione aziendale e disclosure. A titolo esemplificativo, secondo la teoria dei costi politici (Watts e Zimmerman, 1986), le aziende di grandi dimensioni sono generalmente esposte a più alti costi politici. Questo aspetto è particolarmente rilevante con riferimento ai rischi ambientali, perché le pressioni politiche possono essere particolarmente elevate. D'altro canto, secondo la teoria dei costi proprietari (Verrecchia, 1983), alti livelli di competizione sono associati a livelli minori di disclosure, perché, in contesti altamente competitivi, le aziende tendono a fornire meno informazioni possibili ai competitor, dato che potrebbero essere utilizzate per danneggiare la posizione competitiva dell'azienda. Considerato che questi costi sono, in genere, relativamente bassi per le aziende di grandi dimensioni, la teoria dei costi proprietari ipotizza una relazione negativa fra disclosure e dimensione aziendale. D'altra parte, non è da escludere l'idea che le aziende di grandi dimensioni inquinino in misura maggiore e, conseguentemente, secondo la teoria degli stakeholder e la teoria della legittimità (Suchman, 1995; Freeman, 2010), le aziende di grandi dimensioni potrebbero fornire più informazioni sui rischi ambientali al fine di rassicurare gli stakeholder e/o di recuperare la loro legittimità che potrebbe essere messa in discussione da notizie negative concernenti alti livelli di inquinamento provocati dalle aziende. Sulla base di queste assunzioni, si sviluppano le prime due ipotesi di ricerca come segue:
 - H1a: *Esiste una relazione positiva fra dimensione aziendale e disclosure ambientale delle aziende;*
 - H1b: *Esiste una relazione negativa fra dimensione aziendale e disclosure ambientale delle aziende.*
- Livello di capitalizzazione: questa variabile è calcolata come il rapporto fra capitale proprio e totale attivo ed è stata largamente impiegata nella letteratura empirica (Dobler et al., 2011). Secondo la teoria dell'impression management (Goffman, 1959), se si diffondono cattive notizie su un'azienda, quest'ultima è incentivata a fornire più alti livelli di disclosure volontaria al fine di controllare la percezione dell'azienda da parte di stakeholder ed investitori. Pertanto, dato che bassi livelli di capitalizzazione posso-

no essere interpretati come notizie negative, le aziende sotto-capitalizzate sarebbero incentivate a fornire più informazioni sui rischi ambientali, al fine di distogliere l'attenzione dai rischi di tipo finanziario che rappresentano una minaccia preoccupante. Sulla base di queste considerazioni, l'aspettativa è che bassi livelli di capitalizzazione siano associati ad alti livelli di disclosure ambientale, pertanto si formula la seconda ipotesi di ricerca come segue:

- H2: *Esiste una relazione negativa fra livello di capitalizzazione e disclosure ambientale delle aziende.*
- Livelli di profittabilità, solvibilità e liquidità: analogamente alle variabili precedentemente considerate, le suddette teorie possono essere impiegate per spiegare le possibili relazioni con la disclosure aziendale. Più nello specifico, bassi livelli di profittabilità, solvibilità e liquidità possono essere interpretati come notizie negative per investitori a stakeholder. Pertanto, secondo la teoria dell'impression management, l'aspettativa ex-ante è che ci sia una relazione negativa fra le succitate variabili ed il livello di disclosure. Pertanto, la terza ipotesi di ricerca è la seguente:
 - H3: *Esiste una relazione negativa fra i livelli di profittabilità, solvibilità e liquidità da un lato e disclosure ambientale delle aziende dall'altro.*

3. METODOLOGIA

3.1 Campionamento

Dall'analisi della letteratura, emerge che la disclosure ambientale delle aziende è prevalentemente analizzata nei report di sostenibilità (Hahn & Kühnen, 2013). Considerato che i destinatari di questa informativa sono una vasta ed eterogenea platea di stakeholder, la letteratura non ha ancora mostrato se ed in che misura gli investitori attuali e potenziali siano effettivamente consapevoli dei rischi ambientali cui le aziende sono esposte. Al fine di colmare questo gap nella letteratura, è stata analizzata la disclosure ambientale riportata nei bilanci civilistici, il cui obiettivo primario è quello di informare gli investitori attuali e potenziali (Quagli, 2017). Dato che anche la letteratura è prevalentemente focalizzata sulle aziende statunitensi (Hope et al., 2007; Stanny, 2013; Hoffmann & Kleimeier, 2021), il presente lavoro di ricerca analizza le aziende europee. Nello specifico, considerato che le aziende quotate devono necessariamente essere più trasparenti con riferimento alla loro esposizione al rischio, è stato deciso di analizzare le aziende che compongono l'indice finanziario Euro Stoxx 50. L'indice Euro Stoxx 50 è l'indice azionario delle più importanti imprese dell'eurozona che appartengono ai principali settori industriali (tecnologico, beni e servizi industriali, chimico, servizi bancari e finanziari, sanitario, assicurativo, energetico, alimentare, ecc.) (Coluccia et al., 2018; La Torre et al., 2020). La tabella 1 mostra la lista di queste aziende.

Tabella 1: Imprese quotate appartenenti all'indice Euro Stoxx 50

Mercato borsistico	Nome dell'impresa	Paese
Borsa di Francoforte	Adidas	Germania
Euronext	Adyen	Olanda
Euronext	Ahold Delhaize	Olanda
Euronext	Air Liquide	Francia
Euronext	Airbus	Olanda
Borsa di Francoforte	Allianz	Germania
Borsa di Madrid	Amadeus	Spagna
Euronext	Anheuser-Busch InBev	Belgio
Euronext	ASML	Olanda
Euronext	AXA	Francia
Borsa di Francoforte	BASF	Germania
Borsa di Francoforte	Bayer	Germania
Borsa di Francoforte	BMW	Germania
Euronext	BNP Paribas	Francia
Euronext	CRH	Irlanda
Borsa di Francoforte	Daimler AG	Germania
Euronext	Danone	Francia
Borsa di Francoforte	Deutsche Börse	Germania
Borsa di Francoforte	Deutsche Post	Germania
Borsa di Francoforte	Deutsche Telekom	Germania
Borsa di Milano	Enel	Italia
Euronext	Engie	Francia
Borsa di Milano	Eni	Italia
Euronext	EssilorLuxottica	Francia
Euronext	Flutter Entertainment	Irlanda
Borsa di Madrid	Iberdrola	Spagna
Borsa di Madrid	Inditex	Spagna
Borsa di Francoforte	Infineon	Germania
Euronext	ING Group	Olanda
Borsa di Milano	Intesa Sanpaolo	Italia
Euronext	Kering	Francia
Nasdaq Nordic	Kone	Finlandia
Euronext	L'Oréal	Francia
Euronext	Linde	Germania
Euronext	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton	Francia
Borsa di Francoforte	Munich Re	Germania
Nasdaq Nordic	Nokia	Finlandia

Euronext	Pernod Ricard	Francia
Euronext	Orange S.A.	Francia
Euronext	Philips	Olanda
Euronext	Prosus	Olanda
Euronext	Safran	Francia
Euronext	Sanofi	Francia
Borsa di Madrid	Santander	Spagna
Borsa di Francoforte	SAP SE	Germania
Euronext	Schneider Electric	Francia
Borsa di Francoforte	Siemens	Germania
Borsa di Madrid	Telefónica	Spagna
Euronext	TOTAL SE	Francia
Euronext	Vinci SA	Francia
Euronext	Vivendi	Francia
Borsa di Francoforte	Volkswagen Group	Germania
Borsa di Francoforte	Vonovia	Germania

Fonte: <https://www.stoxx.com>

Queste imprese sono state analizzate nell'arco temporale che va dal 2010 al 2019 per mezzo di una metodologia di content analysis e regressioni panel ad effetti fissi.

3.2 Metodologia di content analysis

Le tecniche di content analysis sono strumenti metodologici affidabili ed efficaci per analizzare la disclosure aziendale, con riferimento sia ai report di natura economico-finanziaria, sia ai report di natura non finanziaria (Krippendorff, 2004; Li, 2010; Brown and Tucker, 2011; Bushman et al., 2016). Al fine di analizzare la disclosure ambientale delle aziende, è stato definito un dizionario specificamente creato per analizzare la disclosure contenuta nei bilanci civilistici. E' stato deciso di definire un nuovo dizionario apposito perché l'utilizzo di dizionari standardizzati all'infuori del contesto per i quali sono stati creati potrebbe invalidare i risultati dell'analisi empirica (Loughran and McDonald, 2011; Beattie, 2014; Kearney and Liu, 2014). Il dizionario è stato definito facendo riferimento ad una selezione di risorse, inclusi dizionari specializzati sulle energie rinnovabili e sulla sostenibilità (per ulteriori informazioni, si rimanda all'appendice A: "Fonti utilizzate per lo sviluppo del dizionario sulla disclosure ambientale delle aziende"). Il dizionario è stato successivamente validato da un panel di esperti nei campi dell'ingegneria ambientale, delle energie rinnovabili, della disclosure aziendale e dell'economia aziendale,² i quali hanno suggerito l'aggiunta di alcune parole e l'eliminazione di altre sulla base delle loro conoscenze. Il risultato di questa procedura è un dizionario di 109 parole legate ai rischi ambientali (la lista completa delle parole è riportata nell'appendice B: "Dizionario di disclosure ambientale delle aziende"). Mediante l'utilizzo di questo dizionario, è stato definito un indice di disclosure (ID), calcolato come la somma standardizzata delle oc-

² Si ringraziano Alessio Reghezza e Maria Cristina Taormina per il loro prezioso supporto.

correnza di ciascuna delle parole del dizionario all'interno del documento di bilancio civilistico, dividendo per il numero totale di parole dell'intero bilancio, come suggerito da altri studi sulla disclosure (Tetlock et al., 2008; Bushman et al., 2016; De Andrés et al., 2021). Formalmente:

$$ID = \frac{so - \mu_{ID}}{\sigma_{ID}} \quad (1)$$

In cui: so è la somma delle occorrenze della parole del dizionario nei documenti di bilancio, mentre μ e σ sono rispettivamente la sua media ed il suo scarto quadratico medio³. Più nello specifico, so è calcolato mediante la seguente formula:

$$so = \sum_{i=1}^n \frac{\text{numero di occorrenze della parola } i}{\text{numero totale di parole del documento di bilancio}} \quad (2)$$

In cui rappresenta le parole del dizionario ed è il numero di parole (109 in totale).

3.3 Raccolta dei dati

A causa della mancanza di uno specifico database che contenga i documenti di bilancio redatti in lingua inglese delle aziende che compongono l'indice Euro Stoxx 50, i documenti di bilancio sono stati scaricati manualmente dai siti web ufficiali delle aziende del campione. Questi documenti sono stati successivamente analizzati per mezzo della succitata metodologia di content analysis. Al fine di garantire l'uniformità dei documenti di bilancio analizzati, solamente le versioni in lingua inglese e sottoposte a revisione contabile sono stati inclusi nell'analisi. Al fine di identificare le principali determinanti della disclosure ambientale, è stato necessario scaricare i dati relativi alle variabili di bilancio delle aziende del campione. Questi dati sono stati scaricati dal database Amadeus (Bureau van Dijk, Moody's Analytics), il quale fornisce informazioni su circa 400 milioni di aziende a livello globale, ed è particolarmente affidabile per il contesto europeo⁴. Purtroppo, questo database non fornisce informazioni sulle banche e su altre aziende del settore finanziario. Pertanto, per queste tipologie di aziende, i dati sono stati reperiti tramite il database Bankfocus; essendo anch'esso gestito da Bureau van Dijk, Moody's Analytics, la comparabilità dei due database è garantita. Entrambi i database sono stati ampiamente utilizzati nella letteratura empirica (Lotti & Marin, 2013; Sannino et al., 2020; Avignone et al., 2021).

3.4 Metodologia econometrica

Il modello econometrico utilizzato in questo articolo mira a stimare l'associazione statistica fra l'ammontare di disclosure ambientale e le variabili che sono considerate sue potenziali determinanti. Pertanto, il modello di regressione utilizza il succitato indice di disclosure come variabile dipendente, mentre le variabili indipendenti sono le

³ La standardizzazione è necessaria se l'indice di disclosure non è stazionario, il che accade quando ci sono cambiamenti nel regime della distribuzione delle parole (Tetlock et al., 2008).

⁴ Per maggiori informazioni, si veda il seguente collegamento ipertestuale: <https://www.bvdinfo.com/en-gb/about-us>.

variabili aziendali discusse all'interno della sezione relativa allo sviluppo delle ipotesi di ricerca. Formalmente, il modello di regressione è il seguente:

$$ID_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{ijt} + \beta_2 CAP_{ijt} + \beta_3 SOLV_{ijt} + \beta_4 PROF_{ijt} + \beta_5 LIQ_{ijt} + \delta_i + \partial_t + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

In cui:

- ID_{ijt} è l'indice di disclosure per l'azienda i , nel paese j , al tempo t .
- $SIZE_{ijt}$ è il logaritmo naturale del totale attivo;
- CAP_{ijt} è il rapporto fra patrimonio netto e totale attivo;
- $SOLV_{ijt}$ è il coefficiente di solvibilità (rapporto fra totale debiti e totale attivo);
- $PROF_{ijt}$ è il livello di profittabilità, rappresentato dal Return on Equity (ROE);
- LIQ_{ijt} è il coefficiente di liquidità (liquidità e attivi prontamente liquidabili divisi per le passività correnti);
- δ_i rappresenta effetti fissi per azienda;
- ∂_t rappresenta effetti fissi per anno;
- ε_{ijt} è il termine di errore.

In questa regressione su dati panel, i parametri da catturano l'associazione statistica fra le variabili di interesse e la disclosure, e permettono dunque di testare le ipotesi di ricerca formulate in precedenza. L'utilizzo di effetti fissi, e soprattutto di effetti fissi per azienda, rendono questo modello econometrico particolarmente affidabile e robusto. Questi effetti fissi mitigano quanto più possibile il problema che generalmente caratterizza le regressioni econometriche: la distorsione delle variabili omesse (Cinelli & Hazlett, 2020). In un'analisi aggiuntiva, è stato inoltre stimato un modello di differenza nelle differenze, ampiamente utilizzato nella letteratura empirica sulla disclosure aziendale (Guay et al., 2016; Lin et al., 2019; Wang, 2014). Questa metodologia è stata utilizzata per stimare l'impatto della legge francese N. 2015-992 sulla transizione energetica e sullo sviluppo sostenibile (implementata nel 2015), la quale prevede che le aziende quotate francesi e gli investitori istituzionali (banche e altri intermediari finanziari) forniscano al pubblico informazioni sull'utilizzo dei combustibili fossili. Formalmente, è stata stimata la seguente regressione econometrica:

$$ID_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 TREAT*POST + \beta_2 CONTROLS_{ijt} + \delta_i + \partial_t + \varepsilon_{ijt} \quad (4)$$

In cui:

- $TREAT$ è una variabile dummy uguale a 1 per le aziende francesi e uguale a 0 per le altre aziende. Questa variabile identifica il gruppo di trattamento all'interno del modello della differenza nelle differenze;
- $POST$ è una variabile dummy uguale a 1 per gli anni successivi al 2015 (anno di implementazione della legge N. 2015-992) e uguale a 0 per i rimanenti anni. Questa variabile identifica il periodo successivo al trattamento nel modello della differenza nelle differenze;
- $CONTROLS$ sono le variabili indipendenti di controllo introdotte nella regressione econometrica (3).

Questo modello econometrico prevede la definizione di un gruppo di trattamento influenzato dalla legge francese N. 2015-992 (ovvero le aziende francesi del campione) ed un gruppo di controllo di aziende che non sono state influenzate dallo shock regolamentare (ovvero le altre aziende del campione).

Queste regressioni includono anche errori standard robusti a problemi di eteroschedasticità, clusterizzati a livello di singola azienda (White, 1980).

4. RISULTATI DELL'ANALISI EMPIRICA

4.1 Statistiche descrittive

Prima di procedere con l'analisi di regressione, è importante calcolare le statistiche descrittive per avere informazioni generali sulle variabili analizzate. Le principali statistiche descrittive sono riportate nella tabella 2.

Tabella 2: Statistiche descrittive

Variabili	Osserv.	Media	Dev. St.	Min	Max	p1	p99	Asimm.	Curt.
ID	415	0	1	-1.153	3.261	-1.143	2.498	1.056	3.378
SIZE	385	17.595	1.938	8.157	21.437	8.157	21.437	-1.676	9.916
PROF	386	16.679	13.266	-19.136	56.374	-19.136	56.374	.544	4.071
SOLV	347	43.018	16.309	3.28	99.779	5.599	99.197	.762	4.769
CAP	309	.026	.036	0	.219	0	.21	3.33	16.353
LIQ	351	1.644	1.955	.191	18.973	.192	12.893	6.859	55.905

Fonte: elaborazione propria

La tabella 3 mostra la matrice di correlazione delle variabili indipendenti del modello base (regressione econometrica [3]).

Tabella 3: matrice di correlazione

Variabili	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(1) SIZE	1.000				
(2) PROF	-0.363	1.000			
(3) SOLV	-0.491	-0.052	1.000		
(4) CAP	0.039	-0.231	0.065	1.000	
(5) LIQ	-0.408	-0.143	0.299	0.083	1.000

Fonte: elaborazione propria

Dalla tabella 3, emerge che le variabili indipendenti non sono altamente correlate fra di loro. Tale risultato fornisce elementi a supporto dell'affidabilità del modello econometrico. Inoltre, è stato utilizzato il fattore di inflazione della varianza per accertarsi che la regressione non sia influenzata da problemi di multicollinearità (Reghezza et al., 2021). Il valore medio dei fattori di inflazione della varianza del modello econometrico principale è pari a 1.34 e pertanto è possibile concludere che le variabili indipendenti non sono altamente correlate.

Al fine di ottenere alcune informazioni di dettaglio sulle differenze nella quantità di disclosure delle aziende del campione, la figura 1 mostra la media dell'indicatore di disclosure per i vari settori a cui le aziende del campione appartengono.

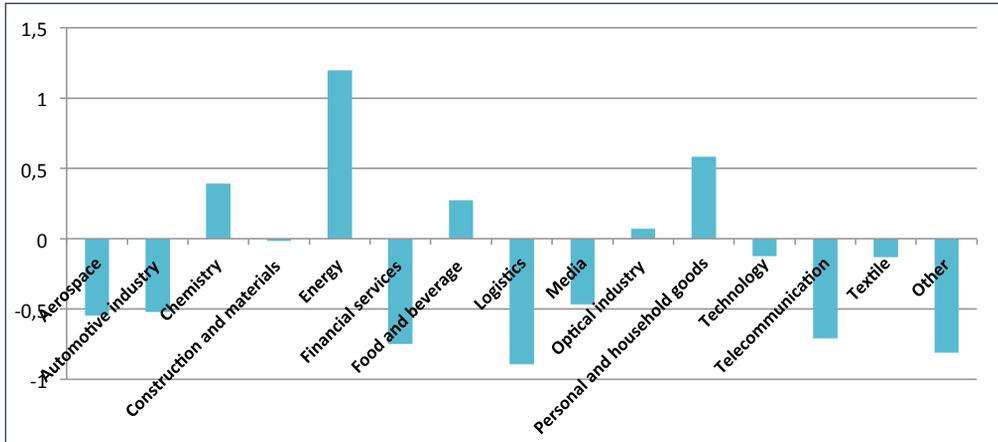


Figura 1. Media dell'indicatore di disclosure ambientale per settore

Fonte: elaborazione propria

Un risultato interessante che emerge da questa analisi è che quelle aziende che appartengono ai settori più inquinanti forniscono più alti livelli di disclosure se confrontati coi settori che sono meno inquinanti. A titolo esemplificativo, le aziende che appartengono ai settori energetico e chimico forniscono livelli di disclosure più alti rispetto alle aziende che lavorano nel settore dei servizi finanziari o nel settore dei media. Questo risultato può essere interpretato alla luce del fatto che, mentre il primo gruppo di aziende sono le più inquinanti, le seconde inquinano solamente in maniera indiretta (ad esempio, finanziando o sponsorizzando aziende altamente inquinanti). Pertanto, emerge che le aziende di differenti settori hanno pratiche di disclosure diverse, a seconda del fatto che appartengono a settori più o meno inquinanti (Patten, 2002).

4.2 Risultati del modello di regressione

Dopo queste analisi preliminari, i risultati dell'analisi di regressione sono riportati di seguito. La tabella 4 mostra i risultati del modello di regressione base, escludendo tutte le variabili aziendali indipendenti al fine di analizzare l'impatto degli effetti fissi per anno.

Tabella 4: Impatto degli effetti fissi per anno sulla disclosure ambientale delle aziende

VARIABILI	(1) Indicatore di disclosure	(2) Indicatore di disclosure	(3) Indicatore di disclosure
2011.year	-0.1532 (0.1072)	-0.1533 (0.1058)	-0.1533 (0.1395)
2012.year	-0.1249 (0.1072)	-0.1250 (0.1058)	-0.1250 (0.1370)

2013.year	-0.1031 (0.1067)	-0.1022 (0.1053)	-0.1022 (0.1382)
2014.year	-0.1251 (0.1067)	-0.1242 (0.1053)	-0.1242 (0.1424)
2015.year	-0.1055 (0.1067)	-0.1046 (0.1053)	-0.1046 (0.1278)
2016.year	-0.0362 (0.1055)	-0.0388 (0.1041)	-0.0388 (0.1484)
2017.year	0.0682 (0.1062)	0.0650 (0.1048)	0.0650 (0.1513)
2018.year	0.1861* (0.1046)	0.1883* (0.1034)	0.1883 (0.1662)
2019.year	0.4451*** (0.1052)	0.4496*** (0.1040)	0.4496*** (0.1573)
Osservazioni	415	415	415
R-quadro	0.000203	0.999999	0.999999
Numero di id	46	46	46
Standard error robusti	NO	NO	SI
Cluster	NO	NO	SI
Effetti fissi per azienda	NO	SI	SI

Nota: errori standard in parentesi. ***, ** e * indicano rispettivamente significatività statistica all'1%, 5% e al 10%.

Fonte: elaborazione propria.

La Colonna 1 della tabella 4 non include né effetti fissi per azienda né standard error robusti e clusterizzati a livello di azienda, mentre la colonna 2 include gli effetti fissi per azienda e la colonna 3 introduce anche gli standard error robusti e clusterizzati. In generale, emerge che gli effetti fissi per anno non hanno una relazione statisticamente significativa con l'indice di disclosure. Le uniche eccezioni sono gli anni 2018 e 2019, che mostrano una relazione positiva e statisticamente significativa con l'indicatore di disclosure. Questo risultato è dovuto al fatto che gli azionisti, gli stakeholder e, soprattutto i regolatori nazionali ed internazionali hanno recentemente attenzionato il tema relativo ai rischi ambientali, inducendo le aziende ad incrementare i loro livelli di disclosure ambientale.

La tabella 5 mostra l'impatto della variabile dimensionale.

Tabella 5: Relazione fra dimensione aziendale e disclosure

VARIABILI	(1) Indice di disclosure	(2) Indice di disclosure	(3) Indice di disclosure	(4) Indice di disclosure
SIZE	0.1604*** (0.0548)	0.0517 (0.0559)	0.1748* (0.0987)	0.1748 (0.2136)
2011.year		-0.2215 (0.1504)	-0.2347 (0.1499)	-0.2347 (0.2237)
2012.year		-0.1637 (0.1505)	-0.1819 (0.1502)	-0.1819 (0.2180)

2013.year		-0.1460 (0.1505)	-0.1631 (0.1501)	-0.1631 (0.2134)
2014.year		-0.1097 (0.1453)	-0.1230 (0.1452)	-0.1230 (0.2248)
2015.year		-0.0899 (0.1463)	-0.1125 (0.1469)	-0.1125 (0.2210)
2016.year		-0.0449 (0.1456)	-0.0939 (0.1487)	-0.0939 (0.2457)
2017.year		0.0524 (0.1458)	0.0056 (0.1485)	0.0056 (0.2414)
2018.year		0.1440 (0.1451)	0.0889 (0.1497)	0.0889 (0.2596)
2019.year		0.4091*** (0.1473)	0.3390** (0.1543)	0.3390 (0.2561)
Osservazioni	346	346	346	346
R-quadro	0.000435	0.00153	0.999999	0.999999
Numero di id	45	45	45	45
Standard error robusti	NO	NO	NO	SI
Cluster	NO	NO	NO	SI
Effetti fissi per azienda	NO	NO	SI	SI
Effetti fissi per anno	NO	SI	SI	SI

Nota: errori standard in parentesi. ***, ** e * indicano rispettivamente significatività statistica all'1%, 5% e al 10%.

Fonte: elaborazione propria.

Analogamente alle tabelle successive, la Colonna 1 della tabella 5 non include gli standard error robusti né i cluster né gli effetti fissi per azienda e per anno, la colonna 2 include gli effetti fissi per anno, la colonna 3 aggiunge anche gli effetti fissi per azienda ed infine la colonna 4 aggiunge gli standard error robusti e clusterizzati a livello di singola azienda.

I risultati mostrano che la variabile dimensionale ha una relazione positiva e statisticamente significativa solamente in due regressioni su quattro. Questo risultato supporta parzialmente l'ipotesi H1a. Tuttavia, è importante notare che nel modello econometrico più affidabile (ovvero i risultati riportati nella colonna 4 della tabella 5) la variabile dimensionale non è statisticamente significativa. Questa mancanza di significatività statistica potrebbe essere dovuta al fatto che una relazione lineare fra dimensione aziendale e disclosure potrebbe non essere perfettamente adeguata per descrivere questo tipo di relazione.

Questo punto emerge chiaramente dalla figura 2 che rappresenta un grafico a dispersione che mostra visivamente la relazione fra l'indicatore di disclosure standardizzato e la variabile dimensionale (logaritmo naturale del totale attivo, sottoposto ad una procedura di winsorizzazione all'1% e al 99% per ridurre l'effetto dei valori anomali [outlier]).

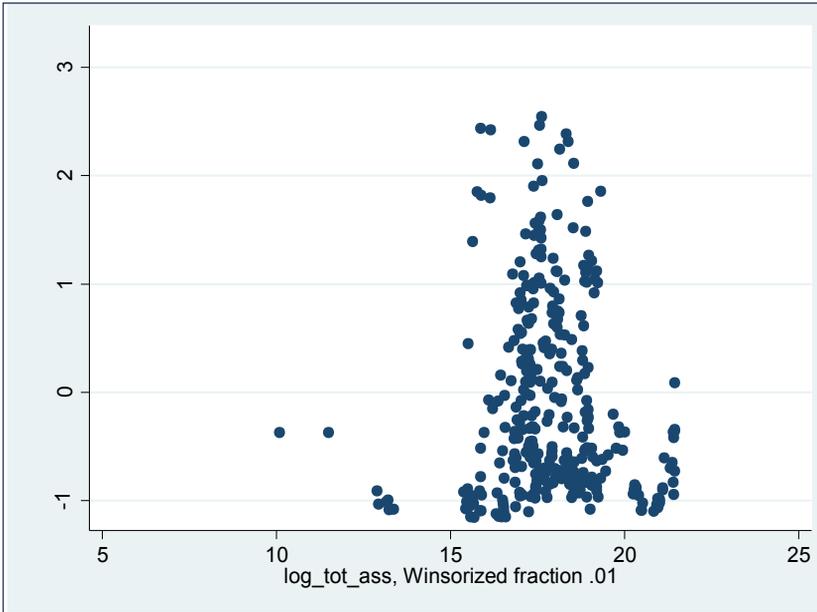


Figura 2. Grafico a dispersione: ID - SIZE

Fonte: elaborazione propria.

La figura 2 mostra che la relazione fra queste due variabili non è lineare. Al fine di analizzare questa relazione non lineare, la tabella 6 mostra i risultati delle regressioni che includono anche il quadrato della variabile dimensionale ed utilizzando i due modelli econometrici più robusti, includendo, quindi, effetti fissi per anno e per azienda.

Tabella 6: Relazione non lineare fra SIZE e ID

VARIABILI	(1) Indice di disclosure	(2) Indice di disclosure
SIZE	-1.3226* (0.7335)	-1.3226* (0.8894)
SIZE^2	0.0493** (0.0239)	0.0493* (0.0277)
2011.year	-0.2372 (0.1491)	-0.2372 (0.2227)
2012.year	-0.1892 (0.1494)	-0.1892 (0.2170)
2013.year	-0.1608 (0.1493)	-0.1608 (0.2114)
2014.year	-0.1215 (0.1444)	-0.1215 (0.2208)
2015.year	-0.1280 (0.1463)	-0.1280 (0.2173)
2016.year	-0.1346 (0.1492)	-0.1346 (0.2414)

2017.year	-0.0285 (0.1486)	-0.0285 (0.2388)
2018.year	0.0215 (0.1524)	0.0215 (0.2580)
2019.year	0.2664* (0.1574)	0.2664 (0.2466)
Osservazioni	346	346
R-quadro	0.999999	0.999999
Numero di id	45	45
Standard error robusti	NO	SI
Cluster	NO	SI
Effetti fissi per azienda	SI	SI
Effetti fissi per anno	SI	SI

Nota: errori standard in parentesi. ***, ** e * indicano rispettivamente significatività statistica all'1%, 5% e al 10%.

Fonte: elaborazione propria.

I risultati confermano l'esistenza di una relazione non lineare fra l'indicatore di disclosure e la variabile dimensionale. Infatti, sia il logaritmo naturale del totale attivo sia il suo quadrato risultano essere statisticamente significativi. Nello specifico, il coefficiente del primo è negativo, mentre il coefficiente del secondo è positivo. Ciò significa che esiste una relazione negativa fra disclosure e dimensione aziendale per le aziende relativamente più piccole, mentre questa relazione risulta essere positiva al crescere della dimensione aziendale. Pertanto, emerge che l'ipotesi di ricerca H1a è supportata per le aziende grandi, mentre l'ipotesi H1b è supportata per le aziende relativamente più piccole. Dunque, la teoria dei costi proprietari, la teoria dei costi politici e la teoria degli stakeholder forniscono congiuntamente una possibile interpretazione della relazione fra dimensione aziendale e disclosure ambientale (Verrecchia, 1983; Watts e Zimmerman, 1986; Suchman, 1995; Freeman, 2010).

Per quanto riguarda invece le altre variabili indipendenti, i risultati riportati nelle tabelle da 7 a 10 non forniscono supporto alle ipotesi di ricerca H2 e H3, dato che non emerge l'esistenza di una relazione statisticamente significativa fra l'indicatore di disclosure e le altre variabili indipendenti incluse nel modello di regressione⁵.

5 Risultati (non riportati) mostrano che i risultati delle analisi econometriche sono robusti all'esclusione delle banche e delle aziende finanziarie dal campione. In questo specifico test di robustezza, sono state escluse queste aziende perché le loro pratiche di disclosure sono sostanzialmente diverse rispetto a quelle delle aziende non finanziarie (Dicuonzo, 2018).

Tabella 7: Relazione fra profittabilità e disclosure

VARIABILI	(1) Indice di disclosure	(2) Indice di disclosure	(3) Indice di disclosure	(4) Indice di disclosure
PROF	-0.0036 (0.0031)	-0.0025 (0.0030)	-0.0027 (0.0031)	-0.0027 (0.0039)
2011.year		-0.2243 (0.1457)	-0.2247 (0.1460)	-0.2247 (0.2080)
2012.year		-0.1911 (0.1460)	-0.1919 (0.1464)	-0.1919 (0.2034)
2013.year		-0.1880 (0.1464)	-0.1889 (0.1468)	-0.1889 (0.2041)
2014.year		-0.1322 (0.1412)	-0.1263 (0.1417)	-0.1263 (0.2129)
2015.year		-0.0960 (0.1423)	-0.0901 (0.1427)	-0.0901 (0.2033)
2016.year		-0.0398 (0.1406)	-0.0368 (0.1410)	-0.0368 (0.2208)
2017.year		0.0548 (0.1400)	0.0579 (0.1404)	0.0579 (0.2126)
2018.year		0.1546 (0.1397)	0.1586 (0.1402)	0.1586 (0.2258)
2019.year		0.4167*** (0.1417)	0.4208*** (0.1422)	0.4208* (0.2295)
Osservazioni	353	353	353	353
R-quadro	4.28e-05	0.000902	0.999999	0.999999
Numero di id	45	45	45	45
Standard error robusti	NO	NO	NO	SI
Cluster	NO	NO	NO	SI
Effetti fissi per azienda	NO	NO	SI	SI
Effetti fissi per anno	NO	SI	SI	SI

Nota: errori standard in parentesi. ***, ** e * indicano rispettivamente significatività statistica all'1%, 5% e al 10%.

Fonte: elaborazione propria.

Tabella 8: Relazione fra solvibilità e disclosure

VARIABILI	(1) Indice di disclosure	(2) Indice di disclosure	(3) Indice di disclosure	(4) Indice di disclosure
SOLV	-0.0027 (0.0044)	-0.0040 (0.0042)	-0.0044 (0.0049)	-0.0044 (0.0043)
2011.year		-0.2754 (0.1676)	-0.2767* (0.1671)	-0.2767 (0.2406)
2012.year		-0.2475 (0.1676)	-0.2488 (0.1671)	-0.2488 (0.2315)
2013.year		-0.2227 (0.1676)	-0.2238 (0.1671)	-0.2238 (0.2293)

2014.year		-0.1668 (0.1607)	-0.1555 (0.1603)	-0.1555 (0.2406)
2015.year		-0.1342 (0.1618)	-0.1232 (0.1614)	-0.1232 (0.2323)
2016.year		-0.0641 (0.1592)	-0.0555 (0.1589)	-0.0555 (0.2530)
2017.year		0.0298 (0.1601)	0.0388 (0.1600)	0.0388 (0.2431)
2018.year		0.1413 (0.1584)	0.1535 (0.1582)	0.1535 (0.2590)
2019.year		0.3985** (0.1605)	0.4104** (0.1603)	0.4104 (0.2587)
Osservazioni	308	308	308	308
R-quadro	0.00129	0.00151	0.999999	0.999999
Numero di id	41	41	41	41
Standard error robusti	NO	NO	NO	SI
Cluster	NO	NO	NO	SI
Effetti fissi per azienda	NO	NO	SI	SI
Effetti fissi per anno	NO	SI	SI	SI

Nota: errori standard in parentesi. ***, ** e * indicano rispettivamente significatività statistica all'1%, 5% e al 10%.

Fonte: elaborazione propria.

Tabella 9: Relazione fra capitalizzazione e disclosure

VARIABILI	(1) Indice di disclosure	(2) Indice di disclosure	(3) Indice di disclosure	(4) Indice di disclosure
CAP	-2.3237 (2.6256)	-1.5127 (2.5467)	-2.9975 (3.1986)	-2.9975* (1.5941)
2011.year		-0.3352* (0.1975)	-0.3402* (0.1957)	-0.3402 (0.3027)
2012.year		-0.3034 (0.1975)	-0.3088 (0.1958)	-0.3088 (0.2943)
2013.year		-0.2706 (0.1974)	-0.2739 (0.1956)	-0.2739 (0.2879)
2014.year		-0.2129 (0.1888)	-0.1939 (0.1871)	-0.1939 (0.2980)
2015.year		-0.1673 (0.1899)	-0.1491 (0.1883)	-0.1491 (0.2857)
2016.year		-0.1335 (0.1869)	-0.1177 (0.1853)	-0.1177 (0.3030)
2017.year		-0.0497 (0.1876)	-0.0324 (0.1860)	-0.0324 (0.2996)
2018.year		0.0601 (0.1857)	0.0797 (0.1844)	0.0797 (0.3150)
2019.year		0.3108* (0.1871)	0.3266* (0.1857)	0.3266 (0.3015)
Osservazioni	271	271	271	271

R-quadro	0.000282	0.0145	0.999999	0.999999
Numero di id	37	37	37	37
Standard error robusti	NO	NO	NO	SI
Cluster	NO	NO	NO	SI
Effetti fissi per azienda	NO	NO	SI	SI
Effetti fissi per anno	NO	SI	SI	SI

Nota: errori standard in parentesi. ***, ** e * indicano rispettivamente significatività statistica all'1%, 5% e al 10%.

Fonte: elaborazione propria.

Tabella 10: Relazione fra liquidità e disclosure

VARIABILI	(1) Indice di disclosure	(2) Indice di disclosure	(3) Indice di disclosure	(4) Indice di disclosure
LIQ	-0.0790 (0.0676)	-0.0392 (0.0641)	-0.0132 (0.0681)	-0.0132 (0.0705)
2011.year		-0.2768 (0.1687)	-0.2771* (0.1680)	-0.2771 (0.2404)
2012.year		-0.2479 (0.1686)	-0.2491 (0.1680)	-0.2491 (0.2311)
2013.year		-0.2242 (0.1686)	-0.2257 (0.1680)	-0.2257 (0.2270)
2014.year		-0.1656 (0.1615)	-0.1587 (0.1610)	-0.1587 (0.2395)
2015.year		-0.1443 (0.1621)	-0.1339 (0.1616)	-0.1339 (0.2310)
2016.year		-0.0833 (0.1597)	-0.0751 (0.1592)	-0.0751 (0.2515)
2017.year		0.0249 (0.1602)	0.0319 (0.1596)	0.0319 (0.2421)
2018.year		0.1482 (0.1591)	0.1619 (0.1587)	0.1619 (0.2578)
2019.year		0.4092** (0.1615)	0.4264*** (0.1611)	0.4264* (0.2574)
Osservazioni	312	312	312	312
R-quadro	0.0230	0.00805	0.999999	0.999999
Numero di id	41	41	41	41
Standard error robusti	NO	NO	NO	SI
Cluster	NO	NO	NO	SI
Effetti fissi per azienda	NO	NO	SI	SI
Effetti fissi per anno	NO	SI	SI	SI

Nota: errori standard in parentesi. ***, ** e * indicano rispettivamente significatività statistica all'1%, 5% e al 10%.

Fonte: elaborazione propria.

Ci sono varie possibili spiegazioni del motivo per cui le ipotesi di ricerca H2 e H3 non sono supportate. Una possibile spiegazione è che la teoria dell'impression management (Goffman, 1959) non è sufficiente per descrivere il potenziale impatto che i livelli di profittabilità, solvibilità, capitalizzazione e liquidità hanno sulla disclosure ambientale delle aziende. D'altro canto, anche la relazione fra dimensione aziendale e disclosure è stata interpretata mediante le lenti di vari quadri teorici. A tal proposito, future linee di ricerca dovrebbero sviluppare nuovi framework teorici per spiegare più analiticamente la relazione fra queste variabili aziendali e la disclosure ambientale. Un'altra possibile spiegazione è che le variabili aziendali non hanno effettivamente alcuna relazione statisticamente significativa con la disclosure ambientale e che altri fattori esterni possano influenzare il livello di disclosure ambientale. Ad esempio, alcuni studi hanno dimostrato che interventi regolamentari possono svolgere un ruolo significativo nell'influenzare la disclosure aziendale (Tsalavoutas, 2011; Tahat et al., 2016; Altunbas et al., 2021). La prossima sezione mira ad analizzare l'impatto di due specifici interventi regolamentari che potrebbero influenzare le pratiche di disclosure ambientale.

4.3 Analisi aggiuntiva: l'effetto delle regolamentazioni sulla disclosure

Questa sezione mira a studiare gli effetti di due importanti requisiti regolamentari sulla disclosure ambientale delle aziende. I requisiti regolamentari sono i seguenti:

- Legge N. 2015-992 sulla transizione energetica per la crescita sostenibile: questo provvedimento normativo è stato introdotto nel 2015 ed è applicato solamente in Francia per le aziende quotate e per gli investitori istituzionali (banche e altri intermediari finanziari). Prevede, fra le altre cose, che queste aziende forniscano informazioni di dettaglio sul loro impiego di combustibili fossili;
- La Convenzione quadro delle Nazioni Unite del 2015 sui cambiamenti climatici, anche conosciuta come gli accordi di Parigi⁶. E' applicata in tutti gli stati membri delle Nazioni Unite, inclusi tutti i paesi dell'Unione Europea.

Al fine di analizzare gli effetti di questi interventi regolamentari, è stata adottata la metodologia della differenza nelle differenze. Specificamente, questa metodologia prevede l'identificazione di un gruppo di trattamento influenzato dagli shock regolamentari della Legge N. 2015-992 (ovvero le aziende francesi del campione), ed un gruppo di controllo di aziende che non sono influenzate da questo shock regolamentare (ovvero le aziende non francesi del campione). Utilizzando una variabile dummy che identifica le aziende francesi dopo l'applicazione di questa legge nel 2015, il modello econometrico della differenza nella differenza cattura l'effetto di questo shock regolamentare sulle aziende francesi, mentre gli effetti fissi per anno catturano gli impatti sulle altre aziende non francesi.

Al fine di garantire l'efficacia dell'analisi empirica della differenza nella differenza, è necessario che gli indicatori di disclosure dei gruppi di trattamento e di controllo siano paralleli prima dello shock (Cerulli & Ventura, 2019). Questa assunzione, generalmente chiamata assunzione degli andamenti paralleli è rispettata nel campione oggetto di analisi, come mostra la figura 3.

6 Per ulteriori informazioni su questi interventi regolamentari, si vedano Kotlikoff et al. (2016) e Mauger (2018).

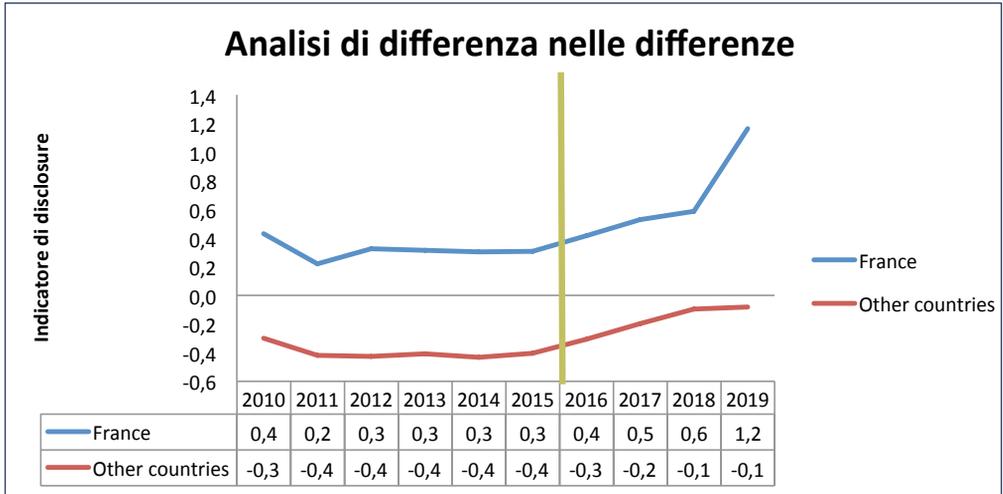


Figura 3. Andamento degli indicatori di disclosure per i gruppi di controllo e di trattamento
Fonte: elaborazione propria.

La figura 3 mostra che i trend nel tempo delle medie degli indicatori di disclosure, prima e dopo gli shock regolamentari avvenuti nel 2015 (linea verticale in giallo), separatamente sia per il gruppo di trattamento (aziende francesi, rappresentate dalla linea blu) ed il gruppo di controllo (le aziende degli altri paesi, rappresentati dalla linea rossa). Prima dello shock, gli indicatori di disclosure dei due gruppi hanno un andamento molto simile e sono altamente correlati fra di loro (il coefficiente di correlazione di Pearson è maggiore di 0.8). Viceversa, dopo il 2015, si osserva un trend divergente. Nello specifico, sebbene l'indicatore di disclosure di entrambi i gruppi tenda a migliorare, questo miglioramento è più forte per le aziende appartenenti al gruppo di trattamento. Questo risultato indica che la Legge francese N. 2015-992 sulla transizione energetica e le energie rinnovabili ha avuto un effetto positivo sulla disclosure ambientale delle aziende francesi del campione, sebbene si osservi anche un generale miglioramento nel tempo dovuto, almeno in parte, alla Convenzione quadro delle Nazioni Unite del 2015 sui cambiamenti climatici.

Sebbene la figura 3 mostri chiaramente questo trend divergente, è necessario confermare questo risultato mediante un'analisi econometrica affidabile. A tal fine, è stato utilizzato il modello econometrico della differenza nelle differenze (4). In questo modello empirico, il parametro di interesse β_1 cattura l'effetto dell'interazione delle variabili TREAT e POST, ovvero l'effetto della legge francese N. 2015-992 sulla transizione energetica e la crescita sostenibile sulle aziende francesi dopo la sua implementazione del 2015. I risultati sono riportati nella tabella 11:

Tabella 11: Analisi econometrica della differenza nelle differenze

VARIABILI	(1) Indice di disclosure	(2) Indice di disclosure	(3) Indice di disclosure	(4) Indice di disclosure
TREAT * POST	0.3634*** (0.0990)	0.3027** (0.1310)	0.2198 (0.1399)	0.2198 (0.2687)
Osservazioni	260	260	260	260
R-quadro	0.112	0.141	0.999999	0.999999
Numero di id	35	35	35	35
Standard error robusti	NO	NO	NO	SI
Cluster	NO	NO	NO	SI
Effetti fissi per azienda	NO	NO	SI	SI
Effetti fissi per anno	NO	SI	SI	SI
Osservazioni	SI	SI	SI	SI

Nota: errori standard in parentesi. ***, ** e * indicano rispettivamente significatività statistica all'1%, 5% e al 10%.

Fonte: elaborazione propria.

Tutte le colonne nella tabella 4 includono le variabili indipendenti della regressione base (3) come variabili di controllo. Emerge che l'interazione fra TREAT e POST è associata positivamente con l'indicatore di disclosure. Questo risultato conferma che le aziende del gruppo di trattamento hanno migliorato la loro disclosure ambientale dopo il risulta essere statisticamente significativo solamente in due regressioni su quattro, pertanto è necessario essere cauti nell'interpretazione di questo risultato. In generale, questo risultato conferma il trend osservato nella figura 3, a riprova della robustezza dell'analisi econometrica.

5. CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha analizzato la disclosure ambientale mediante una metodologia di content analysis automatizzata e regressioni panel ad effetti fissi. Mediante l'analisi dei bilanci civilistici per mezzo di un dizionario di disclosure ambientale validato da un panel di esperti, è stata studiata la disclosure ambientale fornita dalle aziende al fine di informare gli investitori attuali e potenziali sull'esposizione, controllo e gestione dei rischi ambientali. Più specificamente, sono stati analizzati i fattori specifici delle aziende e quelli relativi alla regolamentazione sulla disclosure che hanno spinto le aziende a fornire alti livelli di disclosure ambientale.

I risultati del presente lavoro hanno mostrato l'esistenza di una relazione fra la dimensione aziendale e la disclosure ambientale. Nello specifico, è stata osservata una re-

lazione negativa fra disclosure e dimensione aziendale per le aziende relativamente più piccole, mentre la relazione risulta essere positiva per le aziende di più grandi dimensioni. Pertanto, la teoria dei costi proprietari, la teoria dei costi politici, la teoria della legittimità e la teoria degli stakeholder forniscono congiuntamente una possibile interpretazione della relazione fra dimensione aziendale e disclosure ambientale (Spence, 1973; Verrecchia, 1983; Watts e Zimmerman, 1986; Freeman, 2010). Per quanto riguarda invece le altre variabili aziendali analizzate (capitalizzazione, liquidità, solvibilità e profittabilità), non è stata riscontrata alcuna relazione statisticamente significativa con la disclosure ambientale delle aziende del campione. In un'analisi aggiuntiva, è stata anche effettuata un'analisi della differenza nelle differenze per studiare l'impatto della legge francese 2015-992 sulla transizione energetica e la crescita sostenibile e della Convenzione quadro delle Nazioni Unite del 2015 sui cambiamenti climatici (meglio conosciuta come Accordi di Parigi). In questa analisi, l'implementazione della legge francese N. 2015-992 è considerata come uno shock che ha creato le condizioni per analizzare l'impatto dei requisiti regolamentari sulle pratiche di disclosure ambientale delle aziende. I risultati hanno mostrato che entrambi gli interventi normativi hanno avuto un ruolo positivo nel miglioramento della disclosure ambientale delle aziende francesi e anche delle altre aziende del campione, sebbene in misura minore.

Questi risultati hanno importanti implicazioni. Prima fra tutte, l'analisi empirica ha mostrato che la dimensione aziendale è la più importante fra le determinanti della disclosure ambientale nei documenti di bilancio. Considerata l'esistenza di una relazione negativa per le aziende di dimensioni relativamente minori, le autorità di regolamentazione, sia a livello nazionale che a livello internazionale, dovrebbero incentivare e/o imporre a queste aziende di incrementare il loro livello di disclosure, pubblicando un maggiore quantitativo di informazioni sui rischi ambientali, a beneficio degli investitori attuali e potenziali. In secondo luogo, l'analisi empirica ha evidenziato che gli interventi regolamentari nazionali e sovranazionali possono svolgere un ruolo cruciale per migliorare la disclosure ambientale delle aziende. Pertanto, le autorità di regolamentazione sono chiamate ad agire al fine di identificare le soluzioni più adeguate per indurre le aziende ad incrementare i loro livelli di trasparenza, con riferimento all'impatto dei rischi ambientali alla loro gestione all'interno dell'azienda.

Inoltre, questo lavoro di ricerca getta le basi per future linee di ricerca in questo campo di studi. A titolo esemplificativo, il dizionario validato da esperti proposto nell'analisi empirica può essere utilizzato per svolgere analisi più ampie che coinvolgano un maggior numero di aziende a livello globale. Questo dizionario può anche essere utilizzato per analizzare il livello informativo della disclosure ambientale e studiare la rilevanza informativa (*value relevance* in lingua inglese) delle informazioni sui rischi ambientali all'interno dei documenti di bilancio o in altri documenti di natura economico-finanziaria. Infine, anche da una prospettiva teorica, nuovi quadri teorici potrebbero essere proposti per identificare nuove determinanti della disclosure ambientale delle aziende ed interpretare queste relazioni.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Al-Tuwaijri S.A., Christensen T.E., Hughes Li K.E. (2004), *The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach*, *Accounting, Organizations and Society*, 29, 447-471.
- Altunbaş Y., Polizzi S., Scannella E., Thornton J. (2022), *European Banking Union and bank risk disclosure: the effects of the Single Supervisory Mechanism*, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58, 649-683.
- Avignone G., Altunbas Y., Polizzi S., Reghezza A. (2021), *Centralised or decentralised banking supervision? Evidence from European banks*, *Journal of International Money and Finance*, 110, 102264, 1-14.
- Beattie V. (2014), *Accounting narratives and the narrative turn in accounting research: Issues, theory, methodology, methods and a research framework*, *The British Accounting Review*, 46, 111-134.
- Branco M.C., Rodrigues L.L. (2008), *Factors influencing social responsibility disclosure by Portuguese companies*, *Journal of Business Ethics*, 83, 685-701.
- Brown S.V., and Tucker J.W. (2011), *Large sample evidence on firms' year-over-year MD&A modifications*, *Journal of Accounting Research*, 49, 309-346.
- Bushman R.M., Hendricks B.E., Williams C.D. (2016), *Bank competition: Measurement, decisionmaking, and risktaking*, *Journal of Accounting Research*, 54, 777-826.
- Cerulli G., Ventura M. (2019), *Estimation of pre- and posttreatment average treatment effects with binary time-varying treatment using Stata*, *The Stata Journal*, 19, 551-565.
- Chandok R.I.S., Singh S. (2017), *Empirical Study on Determinants of Environmental Disclosure: Approach of Selected Conglomerates*, *Managerial Auditing Journal*, 32, 332-355.
- Cinelli C., Hazlett C. (2020), *Making sense of sensitivity: Extending omitted variable bias*, *Journal of the Royal Statistical Society: Series B (Statistical Methodology)*, 82, 39-67.
- Coluccia D., Fontana S., Solimene S. (2018), *Does institutional context affect CSR disclosure? A study on Eurostoxx 50*, *Sustainability*, 10, 23-28.
- Christophers B. (2017), *Climate change and financial instability: Risk disclosure and the problematics of neoliberal governance*, *Annals of the American Association of Geographers*, 107, 1108-1127.
- De Andrés P., Polizzi S., Scannella E., Suárez N. (2021), *Corruption-Related Disclosure in the Banking Industry: Evidence From GIPSI Countries*, *European Journal of Finance*, forthcoming.
- Dicuonzo G. (2018), *La disclosure sui rischi finanziari tra dottrina, normativa e prassi: Evidenze empiriche dal contesto italiano (Vol. 11)*, Giappichelli: Turin.
- Dobler M., Lajili K., Zéghal D. (2011), *Attributes of corporate risk disclosure: An international investigation in the manufacturing sector*, *Journal of International Accounting Research*, 10, 1-22.
- Dumay J., Bernardi C., Guthrie J., Demartini P. (2016), *Integrated reporting: A structured literature review*, *Accounting Forum*, 40, 166-185.

- Farbotko C. (2019), *Global financial stability, rapid transition to a low-carbon economy and social justice: can climate-related financial risk disclosure do it all?*. *Australian Geographer*, 50, 273-278.
- Financial Stability Board (2017), *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures*.
- Freeman R.E. (2010), *Strategic management: A stakeholder approach*, Cambridge university press: Boston.
- Hahn R., Kühnen M (2013), *Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research*, *Journal of cleaner production*, 59, 5-21.
- Hoffmann A.O., Kleimeier S. (2021), *Financial disclosure readability and innovative firms' cost of debt*, *International Review of Finance* 21, 699-713.
- Hope O.K., Kang T., Zang Y. (2007), *Bonding to the improved disclosure environment in the US: Firms' listing choices and their capital market consequences*, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 3, 1-33.
- Kearney C, Sha L. (2014), *Textual Sentiment in Finance: A Survey of Methods and Models*, *International Review of Financial Analysis*, 33, 171-185.
- Kotlikoff L.J., Polbin A., Zubarev A. (2016), *Will the Paris Accord Accelerate Climate Change?*, *National Bureau of Economic Research*, w22731.
- Krippendorff K. (2004), *Content analysis: An introduction to its methodology*, Thousand Oaks, CA: Sage.
- La Torre, M., Mango, F., Cafaro, A., Leo, S. (2020), *Does the ESG index affect stock return? evidence from the Eurostoxx50*, *Sustainability*, 12, 63-87.
- Li S. (2010), *Does mandatory adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union reduce the cost of equity capital?*, *The Accounting Review*, 85, 607-636.
- Lin S., Riccardi W.N., Wang C., Hopkins P.E., Kabureck G. (2019), *Relative effects of IFRS adoption and IFRS convergence on financial statement comparability*. *Contemporary Accounting Research*, 36, 588-628.
- Loughran T., McDonald B. (2011), *When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks*, *The Journal of Finance*, 66, 35-65.
- Lotti F., Marin G. (2013), *Matching of PATSTAT applications to AIDA firms: discussion of the methodology and results*, *Bank of Italy occasional paper*, No. 166/2013.
- Mauger R. (2018), *The voluminous energy transition legal framework in France and the question of its recognition as a branch of law*, *Energy Policy*, 122, 499-505.
- Miihkinen A. (2012), *What drives quality of firm risk disclosure?: The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS*. *The International Journal of Accounting*, 47, 437-468.
- Patten D.M. (2002), *The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note*. *Accounting, Organizations and Society*, 27, 763-773.
- Reghezza A., Altunbas Y., Marques-Ibanez D., d'Acri C.R., Spaggiari M. (2021), *Do banks fuel climate change?*, *ECB working paper No. 2550/2021*.
- Tahat Y.A., Dunne T., Fifield S., Power D.M. (2016), *The impact of IFRS 7 on the significance of financial instruments disclosure: Evidence from Jordan*, *Accounting Research Journal*, 2, 241-273.

- Tetlock P., Maytal Saarutsechansky C., Macskassy S. (2008), *More Than Words: Quantifying Language to Measure Firms' Fundamentals*, *The Journal of Finance*, 63, 1437-1467.
- Quagli A. (2017), *Bilancio di Esercizio e Principi Contabili*, Giappichelli: Turin.
- Sannino G., Lucchese M., Zampone G., Lombardi R. (2020), *Cultural dimensions, Global Reporting Initiatives commitment, and corporate social responsibility issues: New evidence from Organisation for Economic Cooperation and Development banks*, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27, 1653-1663.
- Spence M. (1973), *Job Market Signaling*, *The Quarterly Journal of Economics*, 87, 355-374.
- Stanny E. (2013), *Voluntary disclosures of emissions by US firms*, *Business Strategy and the Environment*, 22, 145-158.
- Suchman M.C. (1995), *Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches*. *Academy of Management Review*, 20, 571-610.
- Tsalavoutas I. (2011), *Transition to IFRS and compliance with mandatory disclosure requirements: What is the signal?*, *Advances in Accounting*, 27, 390-405.
- Tzouvanas P., Kizys R., Chatziantoniou I., and Sagitova R. (2020), *Environmental disclosure and idiosyncratic risk in the European manufacturing sector*, *Energy Economics*, 87, 104715.
- Verrecchia R.E. (1983), *Discretionary disclosure*. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- Wang C. (2014), *Accounting standards harmonization and financial statement comparability: Evidence from transnational information transfer*, *Journal of Accounting Research*, 52, 955-992.
- Watts R.L., Zimmerman J.L. (1986), *Positive accounting theory*, Prentice Hall: New Jersey.
- White H. (1980), *A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity*. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 817-838.
- Woods M., Dowd K., Humphrey C. (2008), *Market Risk Reporting by the World's Top Banks: Evidence on the Diversity of Reporting Practice and the Implications for Accounting Harmonisation*, *Spanish Accounting Review* 11, 9-42.

NOTA: Gli Autori riconoscono il finanziamento del progetto di ricerca intitolato “La Disclosure dei Rischi Ambientali nell’Economia e Gestione Aziendale” da parte della Fondazione Angelo e Salvatore Lima Mancuso.

Appendice A - Fonti utilizzate per lo sviluppo del dizionario sulla disclosure ambientale delle aziende

- Financial Stability Board (2017). *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*
- Financial Stability Board (2020). *Task Force on Climate-related Financial Disclosures 2020 Status Report*.
- Forum pour l'investissement responsable (2016). *The ESG-Climate approach: from reporting to strategy, a tool for better investing*.
- Roby H. (2013). *A Supplementary Dictionary of Renewable Energy and Sustainability*. Un dizionario sulle energie rinnovabili e sulla sostenibilità. Oxford University Press.
- Allaby M., Park C. (Eds.). (2013), *A Dictionary of Environment and Conservation*, Oxford University Press.
- Global Reporting Initiatives. GRI standards.

Appendice B - Dizionario di disclosure ambientale delle aziende

Acid rain	Environmental accounting	Global warming	Planned obsolescence
Acid soil	Environmental assessment	Greenhouse effect	Plastic
Air quality	Environmental conservation	Greenhouse gas (GHG)	PM10
Alluvial	Environmental law	Habitat conservation plan	PM2.5
Alternative energy	Environmental preservation	Habitat loss	Pollution
Alternative fuel	Environmental protection	Habitat preservation	Radioactive waste
Biodegradable	Environmental quality	Habitat restoration	Recycling
Biodiversity	Environmental regulation	Hydrosphere	Renewable energy
Carbon	Environmental reporting	International energy agency	Renewable resource
Chemical agent	Environmental risk	Kyoto protocol	Resource depletion
Chemical emergency	Environmental standard	Life cycle analysis	Reuse
Chemical weathering	Environmental strategy	Life cycle assessment	Sea levels
Climate action	Environmental sustainability	Marine protection	Sea dumping
Climate change	Environmental, Social and Governance (ESG)	Marine system	Soil acidification
Climate neutral	European Environment Agency	Marine resource	Soil conservation
Chlorofluorocarbon (CFC)	Eutrophication	Natural disaster	Sustainable development
Coal	Extinction	Natural ecosystem	Toxic
Compostable	Extremely hazardous substance	Natural resources	Transuranic waste
Contamination	Fauna	Nitrification	Waste reduction
COP21	Flocculation	Nuclear waste	Waste management
Critical habitat	Flood	Ocean dumping	Waste minimization
Deforestation	Flora	Overharvesting	Water conservation
Desertification	Forest conservation	Overexploitation	Weather
Deoxygenation	Fossil fuel	Ozone	Wildlife
Ecology	Glacial ice	Paris agreement	Wild animal.
Ecosphere	Glacial retreat	Permafrost	
Ecosystem	Glacier	Pesticide	
Energy transition	Global Environmental Monitoring System	Petroleum	

Realizzazione grafica, impaginazione e stampa
Mengarelli Grafica Multiservice

Finito di stampare Febbraio 2023



