



Dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa

Corso di Laurea Magistrale in
Amministrazione, Finanza e Controllo
Curriculum Finanza

**“LE AZIONI ESG E IL LORO IMPATTO SULLE
PERFORMANCE AZIENDALI: UN'ANALISI SULLE IMPRESE
QUOTATE ITALIANE”**

Insegnamento
Economia Finanziaria

Relatore

Dott. Patrizio Morganti

Correlatore

Prof. Giuseppe Garofalo

Candidato

Beatrice Mancini

52709

Anno Accademico 2019-2020

a Valentina,

INDICE

Introduzione	4
Capitolo 1 – L’evoluzione del dibattito: un profilo storico	8
1.1 - Il tema della Sostenibilità	8
1.2 - La <i>Corporate Social Responsibility</i> (CSR).....	25
1.3 - Dall’Investimento Sostenibile e Responsabile (SRI) all’investimento rispettoso dei criteri ESG (<i>Environmental, Social, Governance</i>)	42
Capitolo 2 – L’engagement di emittenti ed investitori relativamente ai criteri ESG: i risultati di una ricerca avviata durante il tirocinio svolto presso la Consob	57
2.1 - Engagement in materia ESG (<i>Environmental, Social, Governance</i>)	58
2.2 - La metodologia: l’articolo di Anne Lafarre e Christoph Van Der Elst del 2018.	72
2.3 - Risultati della ricerca	79

Capitolo 3 – La relazione tra i criteri <i>Environmental, Social & Governance (ESG)</i> e la <i>Corporate Financial Performance (CFP)</i>: un esercizio econometrico	101
3.1 - Rassegna della letteratura	101
3.2 - Metodologia e Analisi delle variabili.....	109
3.3 - Risultati della ricerca	115
3.3.1 - Rating ESG	116
3.3.2 - Rating <i>Environmental</i>	121
3.3.3 - Rating <i>Social</i>	125
3.3.4 - Rating <i>Governance</i>	128
Conclusioni	132
Bibliografia	136
Sitografia	141
Ringraziamenti	143

INTRODUZIONE

L'idea di questa tesi di laurea magistrale è maturata nel periodo di tirocinio curriculare svolto presso la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), a supporto delle attività dello *Steering Committee* sulla Finanza Sostenibile, ivi costituito a maggio 2019.

In particolare, il tirocinio si è inserito nell'ambito delle attività di ricerca programmate dal gruppo di lavoro "Engagement" volte ad analizzare e verificare l'applicazione e la diffusione, nel contesto societario italiano, delle prassi sui temi della sostenibilità d'impresa (c.d. "ESG – *Environmental, Social & Governance*").

Poiché la legge conferisce agli azionisti il diritto di porre domande durante le assemblee, queste ultime rappresentano uno dei maggiori momenti di confronto con i manager delle società. Per questo motivo durante il tirocinio ho curato l'analisi dei verbali assembleari delle società italiane quotate sul mercato telematico azionario (MTA) di Borsa Italiana, per rilevare e classificare gli interventi svolti in assemblea dai soci aventi ad oggetto tematiche ESG.

Da qui è nata l'idea di fare di questo lavoro la base per costruire la tesi magistrale. Se infatti durante il tirocinio è stato analizzato il lato degli azionisti, l'obiettivo del presente elaborato è quello di studiare il modo in cui le società si rapportano al tema della sostenibilità aziendale e come ne sono influenzate in termini di redditività.

Il primo capitolo dell'elaborato, dal carattere introduttivo, esamina gli aspetti storico-teorici del tema 'sostenibilità' presentando gli interventi accademici e istituzionali che sono stati effettuati in materia, sia a livello comunitario che internazionale. Il capitolo non si focalizza soltanto sullo sviluppo sostenibile, ma affronta anche il tema della responsabilità sociale d'impresa (in inglese *Corporate Social Responsibility* – CSR) nonché l'importanza crescente degli investimenti socialmente responsabili (in inglese *Sustainable and Responsible Investment* – SRI) nel panorama mondiale.

Il secondo capitolo si concentra sulla tematica dell'*engagement* descrivendo il processo con cui i soci interagiscono con le società attraverso le attività di tipo *hard* e *soft*. Tra queste rientra l'intervento in assemblea, l'aspetto analizzato nella ricerca svolta

durante il periodo di tirocinio per esplorare il ruolo degli azionisti nella promozione della sostenibilità aziendale. Per questo motivo il capitolo si chiude presentando i risultati finali e le statistiche conclusive di tale analisi, calcolate sul database di rilevazione definito e alimentato tramite la categorizzazione degli interventi estrapolati dai verbali delle assemblee di bilancio per gli anni 2017 e 2018. I risultati dimostrano che gli azionisti sono piuttosto attenti al tema della sostenibilità aziendale, ma concentrano la loro attenzione principalmente sul fattore di governance, trascurando l'aspetto sociale e ancor di più quello ambientale. L'analisi è approfondita con una riclassificazione degli interventi in base al settore di appartenenza e al livello di capitalizzazione delle società del campione.

Il terzo ed ultimo capitolo si basa sui risultati raggiunti nel corso di una ulteriore collaborazione con la Consob, nello specifico con l'Ufficio ricerca economico-statistica: esso si focalizza sullo studio della relazione esistente tra *corporate social performance* (CSP) e *corporate financial performance* (CFP) al fine di verificare se le aziende più impegnate in attività di responsabilità sociale presentano specificità dal punto di vista dei risultati economici

rispetto alle altre. Gli studi accademici, teorici ed empirici, esistenti mostrano dei risultati contrastanti, tuttavia l'analisi effettuata e presentata in questo elaborato fornisce nuove evidenze positive sulla relazione tra performance aziendale e obiettivi ESG, riferite alle società quotate italiane.

Pur escludendo da ogni responsabilità la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) per eventuali errori e per i giudizi espressi in questa tesi, va detto che la sua realizzazione è stata possibile grazie alla fattiva collaborazione dei dirigenti della Divisione Corporate Governance e dell'Ufficio Studi Economici, nell'ambito di un rapporto istituzionale con il Dipartimento di Economia, Ingegneria, Società e Impresa dell'Università della Tuscia.

Capitolo 1 – L’EVOLUZIONE DEL DIBATTITO: UN PROFILO STORICO

1.1 - Il tema della Sostenibilità

Il tema della Sostenibilità o dello Sviluppo Sostenibile è articolato, dal carattere interdisciplinare e per questo non di semplice ed immediata comprensione.

I primi interventi in materia¹, risalenti al XVIII secolo, guardavano esclusivamente l’aspetto ambientale della sostenibilità.

Hans Carl von Carlowitz, direttore di miniera tedesco, colpito dai problemi di deforestazione che si verificavano in prossimità dei luoghi di estrazione, pubblicò un’opera intitolata “*Sylvicultura Oeconomica oder Hauswirthliches Nachricht und Naturmässige Anweisung zur Wilden Baum-Zucht*”² nella quale ipotizzò un ‘uso sostenibile’ della foresta.

La sostenibilità, applicata in questo primo caso al campo della silvicoltura, veniva definita come la capacità di mantenere un equilibrio tra il taglio degli alberi e la riforestazione.

¹ Si veda <https://www.minambiente.it/pagina/le-tappe-fondamentali-dello-sviluppo-sostenibile>

² Von Carlowitz H.C., *Sylvicultura Oeconomica, oder Haußwirthliche Nachricht und Naturmäßige Anweisung zur Wilden Baum-Zucht*, Lipsia, 1713.

Al termine di quello stesso secolo, l'economista Thomas Malthus, nella sua opera "*An essay on the principle of population*"³, concettualizzò il limite del paradigma dello sviluppo sostenendo che, poiché la crescita della popolazione supera di molto la quantità di risorse disponibili sulla terra per la sopravvivenza degli uomini, questi ultimi sono destinati ad avere una fine prematura. Più precisamente Malthus affermava che, mentre la popolazione tende ad aumentare in progressione geometrica, i mezzi di sussistenza crescono in progressione aritmetica e questo a lungo andare comporta una diminuzione delle risorse disponibili per ciascun individuo e un conseguente peggioramento dello standard di vita.

Nel XX secolo il tema dei limiti, riferito questa volta ad un'economia di tipo lineare, venne nuovamente affrontato dal professor Kenneth Boulding che nella sua opera, "*The Economics of the Coming Spaceship Earth*"⁴, mise a confronto un'economia aperta con un'economia chiusa:

³ Malthus T.R., *An essay on the principle of population*, VI ed., Londra, J.Murray, 1826.

⁴ Boulding K., *The economics of the coming Spaceship Earth*, a cura di H. Jarrett, *Environmental Quality in a Growing Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1966.

“For the sake of picturesqueness, I am tempted to call the open economy the ‘cowboy economy’, the cowboy being symbolic of the illimitable plains and also associated with reckless, exploitative, romantic, and violent behavior, which is characteristic of open societies. The closed economy of the future might similarly be called the ‘spaceman’ economy, in which the earth has become a single spaceship, without unlimited reservoirs of anything, either for extraction or for pollution, and in which, therefore, man must find his place in a cyclical ecological system which is capable of continuous reproduction of material form even though it cannot escape having inputs of energy” (Boulding, 1966).

Con queste parole Boulding portò nuova consapevolezza sul fatto che lo sviluppo, così come considerato fino a quel momento, legato esclusivamente alla crescita economica, avrebbe causato entro breve il collasso dei sistemi naturali. Per questo motivo, a partire dal 1970, si diffuse una nuova concezione di sostenibilità, intesa come una serie di processi che hanno come obiettivo fondamentale la tutela dell’ambiente e la sensibilizzazione della

società civile e delle istituzioni rispetto al tema dello sviluppo sostenibile.

Nel 1972 il *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), su incarico dell'associazione non-profit 'Club di Roma', condusse uno studio, pubblicato nel libro "*The Limits to Growth*"⁵, in cui elaborò un modello computerizzato per prevedere le conseguenze ambientali ed economiche derivanti dalla crescita della popolazione, dall'aumento dell'industrializzazione, dalla diffusione della malnutrizione, dall'esaurimento delle risorse non rinnovabili e dal deterioramento dell'ambiente, al fine di favorire la comprensione delle varie ma interdipendenti componenti economiche, politiche, naturali e sociali che costituiscono il sistema globale Terra ed illustrarne i problemi e la complessità.

Come conclusione, questo studio, prospettava da un lato uno scenario negativo perché dimostrava che i limiti dello sviluppo sul pianeta sarebbero stati raggiunti in un momento imprecisato nei successivi cento anni, ma dall'altro lato diffondeva un messaggio di speranza poiché riteneva ancora possibile raggiungere una

⁵ Meadows D.H., Meadows D.L., Randers J., Behrens III W.W., *The Limits to Growth*, New York, Universe Books, 1972.

condizione di stabilità ecologica ed economica sostenibile anche nel lontano futuro, purché l'uomo imponesse dei limiti a sé stesso e alla propria produzione di beni materiali.

Questo testo segnò così profondamente l'opinione pubblica mondiale che quello stesso anno, a Stoccolma, si svolse la prima Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente Umano durante la quale si istituì l'UNEP (*United Nations Environment Programme*) per coordinare e regolare tutte le questioni ambientali globali e si adottarono tre documenti non vincolanti:

- la Dichiarazione sull'Ambiente Umano (*"Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment"*): fissava 26 principi e linee guida in materia ambientale cui gli Stati si impegnavano ad attenersi.
- un Piano d'Azione per l'Ambiente Umano (*"Action Plan for Human Environment"*): conteneva 109 raccomandazioni che meglio definivano gli obiettivi della Dichiarazione.
- la Risoluzione sulle questioni istituzionali e finanziarie.

Tuttavia, negli anni successivi, il peggioramento di una serie di fenomeni negativi, come l'aumento della povertà in alcune zone

del mondo o la degradazione ecologica, è stato la prova che i principi stabiliti con la Conferenza di Stoccolma non erano sufficienti per il perseguimento di uno sviluppo sostenibile. Per questo motivo nel 1983 l'Assemblea generale delle Nazioni Unite istituì la Commissione Mondiale sull'Ambiente e sullo Sviluppo (WCED) che, presieduta da Gro Harlem Brundtland, nel 1987 pubblicò il “*Rapporto Brundtland*” (noto anche come “*Our Common Future*”) dove lo sviluppo sostenibile viene definito come:

“development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs (...) and a process of change in which the exploitation of resources, the direction of investments, the orientation of technological development, and institutional change are made consistent with future as well as present needs” (WCED, 1987).

Emersero così due principi chiave dello sviluppo sostenibile:

- 1) Il principio inter-temporale: si riferisce all'avvenire, ovvero alla possibilità anche per le generazioni future di beneficiare delle risorse disponibili sulla Terra. L'obiettivo infatti deve

essere quello di mantenere intatto il processo di trasferimento da una generazione all'altra in un'ottica di lungo periodo.

- 2) Il principio inter-regionale: si riferisce all'assenza di confini nella dinamica ambientale. Una comunità, infatti, per essere sostenibile, deve vivere in armonia con il proprio territorio e non deve danneggiare né gli ambienti né le altre comunità a lei distanti.

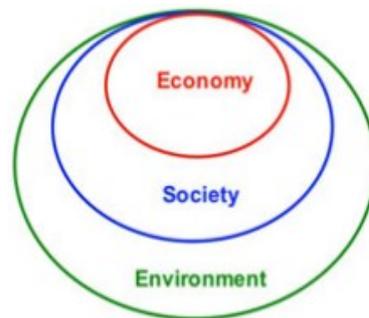
Inoltre, in questo modo, lo sviluppo sostenibile assunse finalmente carattere multidimensionale e intersettoriale, poiché venne inteso come *“la ricerca di un nuovo equilibrio fra varie dimensioni, quali la tensione verso l'economicità dell'azienda, la responsabilità sociale d'impresa e l'eco-efficienza, quindi tra la dimensione economica, la dimensione sociale e la dimensione ambientale”*⁶.

Vari autori hanno cercato di definire il tipo di relazione esistente tra queste tre dimensioni e sono giunti a sviluppare tre tesi diverse:

⁶ Mio C., *Il budget ambientale*, Egea, 2001.

1) Con il “*Russian Dolls Model*”⁷ R. Levett ha ipotizzato una relazione di tipo gerarchica in cui l’ambiente viene considerato il contesto all’interno del quale si sviluppa la società che a sua volta include l’economia. Questo *framework* è conosciuto e chiamato “*Strong Sustainability*” perché mette bene in evidenza la dipendenza reciproca tra i tre elementi.

Figura 1. *Russian Dolls Model* di R. Levett – *Strong Sustainability*



Fonte: Wu J., *Landscape sustainability science: ecosystem services and human well-being in changing landscapes*, *Landscape Ecology*, 2013.

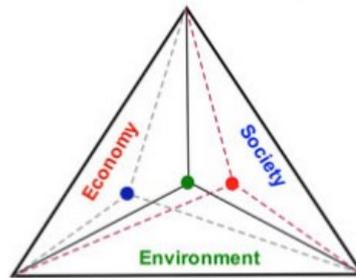
2) Il modello ipotizzato da Custance e Hillier⁸ afferma che dal bilanciamento delle tre dimensioni si genera lo sviluppo sostenibile. Tuttavia, questo framework viene solitamente chiamato “*Weak Sustainability*” perché, pur riconoscendo il

⁷ Levett R., *Sustainability indicators: integrating quality of life and environmental protection*, *Journal of the Royal Statistical Society*, 1998.

⁸ Custance J., Hillier H., *Statistical issues in developing indicators of sustainable development*, *Journal of the Royal Statistical Society*, 1998.

legame fra i tre aspetti, non descrive chiaramente la dipendenza tra di loro.

Figura 2. Modello di Sviluppo Sostenibile di Custance e Hillier – Weak Sustainability



Fonte: Wu J., *Landscape sustainability science: ecosystem services and human well-being in changing landscapes*, Landscape Ecology, 2013.

- 3) Nel 1994 J. Elkington coniò il termine “*Triple Bottom Line*”⁹ con cui intendeva specificare che per raggiungere lo sviluppo sostenibile si devono perseguire simultaneamente la sostenibilità economica, sociale e ambientale. Soltanto dall’intersezione di queste tre variabili si raggiunge la sostenibilità.

Figura 3. Triple Bottom Line di J. Elkington



Fonte: Wu J., *Landscape sustainability science: ecosystem services and human well-being in changing landscapes*, Landscape Ecology, 2013.

⁹ Elkington J., *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business*, Capstone, Oxford, 1997.

Dopo la pubblicazione del Rapporto Brundtland, gli anni a venire furono caratterizzati dal susseguirsi di una serie di conferenze che hanno segnato la storia evolutiva dello sviluppo sostenibile.

Nel 1992 a Rio de Janeiro si tenne il “Summit della Terra”, la prima Conferenza delle Nazioni Unite su Ambiente e Sviluppo nata con l’obiettivo di definire le problematiche ambientali, pianificare interventi a breve e lungo termine e individuare politiche per uno sviluppo sostenibile. Frutto di questo incontro furono ben cinque documenti:

- la Dichiarazione di Rio sull’Ambiente e sullo Sviluppo: definiva 27 principi volti ad instaurare una nuova partnership globale per la tutela dello sviluppo e dell’ambiente.
- l’Agenda 21: un testo che individuava le aree di intervento, gli obiettivi qualitativi e le azioni da implementare per raggiungere lo sviluppo sostenibile.
- la Convenzione sulla Diversità Biologica: enfatizzava la necessità di individuare delle strategie per proteggere la biodiversità.

- i Principi sulle Foreste: non erano vincolanti ed erano volti alla gestione sostenibile e alla conservazione delle foreste.
- la Convenzione sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC): aveva l'obiettivo di raggiungere la stabilizzazione delle emissioni di gas serra in atmosfera, causa del riscaldamento globale, a un livello tale da non essere dannoso né per l'uomo né per il clima. Questo trattato non definiva limiti obbligatori alle emissioni per le singole nazioni, ma stabiliva che le parti firmatarie adottassero, in apposite conferenze, atti ulteriori ("protocolli" o "accordi") per individuare tali limiti.

È per questo che a seguito dell'entrata in vigore di quest'ultima convenzione, avvenuta nel 1994, i Paesi aderenti si sono incontrati annualmente nella Conferenza delle Parti (COP) per analizzare i progressi fatti e quelli ancora da fare nella lotta al cambiamento climatico.

Tabella 1. Time-line Conferenza delle Parti

Conferenza	Luogo	Anno
COP1	Berlino, Germania	1995
COP2	Ginevra, Svizzera	1996

COP3	Kyoto, Giappone	1997
COP4	Buenos Aires, Argentina	1998
COP5	Bonn, Germania	1999
COP6	L'Aja, Paesi Bassi	2000
COP6-2	Bonn, Germania	2001
COP7	Marrakech, Marocco	2001
COP8	New Delhi, India	2002
COP9	Milano, Italia	2003
COP10	Buenos Aires, Argentina	2004
COP11	Montreal, Canada	2005
COP12	Nairobi, Kenya	2006
COP13	Bali, Indonesia	2007
COP14	Poznan, Polonia	2008
COP15	Copenaghen, Danimarca	2009
COP16	Cancún, Messico	2010
COP17	Durban, Sudafrica	2011
COP18	Doha, Qatar	2012
COP19	Varsavia, Polonia	2013
COP20	Lima, Perù	2014
COP21	Parigi, Francia	2015
COP22	Marrakech, Marocco	2016
COP23	Bonn, Germania	2017
COP24	Katowice, Polonia	2018

COP25	Madrid, Spagna	2019
-------	----------------	------

Fonte: Virtuani P., *Cop 25 anni di conferenze sul clima: tante discussioni e pochi successi. Anno per anno i vertici, i risultati, i leader*, Corriere della Sera, 2019.

Una delle COP più importanti è stata quella tenutasi in Giappone nel 1997 poiché portò alla sottoscrizione, da parte di ben 180 Paesi, di quello che ad oggi è conosciuto con il nome di “*Protocollo di Kyoto*”. Questo accordo mirava a ridurre le emissioni globali di gas serra del 5,2% rispetto al livello del 1990 entro il 2012, anche se poi in realtà con l'accordo di Doha l'orizzonte temporale si è esteso fino al 2020.

Un'altra tappa fondamentale per lo sviluppo sostenibile è stata sicuramente la Dichiarazione del Millennio, firmata nel settembre del 2000 durante la Sessione speciale dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite, con la quale 191 Stati membri dell'ONU si sono impegnati a raggiungere entro il 2015 i seguenti otto obiettivi di sviluppo, detti *Millennium Development Goals (MDG)*¹⁰:

- Sradicare la povertà estrema e la fame nel mondo

¹⁰Come riportato in https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/0/952821/index.html?part=dossier_dossier1-sezione_sezione10-h2_h21, dal Rapporto 2015 sugli Obiettivi di Sviluppo del Millennio, redatto sotto la direzione del Dipartimento degli Affari Economici e Sociali del Segretariato delle Nazioni Unite, si evince che nei 15 anni stabiliti sono stati raggiunti dei risultati positivi rispetto agli MDG fissati, tuttavia si è notata anche una certa disuguaglianza territoriale e carenza in diversi settori. Per questo motivo, come dirò più avanti, si è deciso di proseguire su questa linea concentrando gli sforzi mondiali su 17 nuovi *goals* (SDG) che sono stati individuati durante la Conferenza delle Nazioni Unite sullo Sviluppo Sostenibile del 2012.

- Rendere universale l'istruzione primaria
- Promuovere la parità dei sessi e l'autonomia delle donne
- Ridurre la mortalità infantile
- Ridurre la mortalità materna
- Combattere l'HIV/AIDS, la malaria e altre malattie
- Garantire la sostenibilità ambientale
- Sviluppare un partenariato mondiale per lo sviluppo.

Nel 2002 a Johannesburg si riunì il Vertice mondiale sullo Sviluppo Sostenibile per ribadire l'impegno dei Paesi nel raggiungere gli MDG e per verificare i progressi realizzati rispetto agli obiettivi stabiliti 10 anni prima nell'Agenda 21 durante la Conferenza di Rio.

Nell'anno del XX anniversario del Summit della Terra, si tenne nuovamente a Rio de Janeiro la Conferenza delle Nazioni Unite sullo Sviluppo Sostenibile, conosciuta per questo motivo anche con il nome di "Rio+20". Questo incontro si concluse con la redazione di un documento finale intitolato "*The Future We Want*" che avviava numerosi processi nazionali e internazionali su temi considerati cruciali per il futuro del pianeta, come la definizione

dei nuovi *Sustainable Development Goals* (SDG)¹¹. Questi obiettivi di sviluppo sostenibile, conosciuti con il nome di Agenda 2030 (in riferimento all'anno entro cui si prevedeva la loro realizzazione), hanno sostituito gli MDG in scadenza, ma al contempo non si sono scostati molto da questi ultimi che anzi sono stati ripresi e ampliati:

- Sradicare la povertà estrema, ovunque e in tutte le sue forme;
- Porre fine alla fame, realizzare la sicurezza alimentare e garantire adeguato nutrimento per tutti, promuovere l'agricoltura sostenibile;
- Realizzare condizioni di vita sana per tutti e a tutte le età;
- Fornire un'educazione di qualità, equa e inclusiva, e opportunità di apprendimento permanente per tutti;
- Realizzare l'eguaglianza di genere, l'*empowerment* delle donne e delle ragazze ovunque;
- Garantire acqua e condizioni igienico-sanitarie per tutti in vista di un mondo sostenibile;

¹¹ Si veda <https://sdgs.un.org/goals>

- Assicurare l'accesso a sistemi di energia moderni, sostenibili, sicuri e a prezzi accessibili per tutti;
- Promuovere una crescita economica sostenuta, inclusiva e sostenibile nonché il lavoro dignitoso per tutti;
- Promuovere un processo d'industrializzazione sostenibile;
- Ridurre l'ineguaglianza all'interno e fra le Nazioni;
- Costruire città e insediamenti umani inclusivi, sicuri e sostenibili;
- Promuovere modelli di produzione e consumo sostenibili;
- Promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico;
- Garantire la salvaguardia e l'utilizzo sostenibile delle risorse marine, degli oceani e del mare;
- Proteggere e ripristinare gli ecosistemi terrestri e arrestare la perdita di biodiversità;
- Rendere le società pacifiche e inclusive, realizzare lo stato di diritto e garantire istituzioni efficaci e competenti;
- Rafforzare e incrementare gli strumenti di implementazione e la partnership globale per lo sviluppo sostenibile.

Dal Rapporto¹² pubblicato dall'Istat nel 2020 si evince che in Italia il raggiungimento di questi obiettivi è complessivamente positivo e in miglioramento rispetto ai dieci anni precedenti. In particolare, hanno subito una variazione positiva rilevante il Goal 2 (Fame zero), 4 (Istruzione di qualità), 7 (Energia pulita e accessibile), 9 (Industria, innovazione e infrastrutture), 12 (Consumo e produzione responsabili) e 17 (Partnership per gli obiettivi), mentre il Goal 1 (Povertà zero) ha registrato il livello di peggioramento più elevato. Tuttavia se prendiamo in considerazione solo l'ultimo anno, l'analisi Istat mostra che c'è stata un'attenuazione generalizzata dei miglioramenti verso lo sviluppo sostenibile.

In ultimo è importante ricordare anche l'“*Accordo di Parigi*”, frutto della COP21 tenutasi a Parigi nel 2015 e nato con l'obiettivo di coinvolgere i Paesi firmatari nella lotta al cambiamento climatico. A tal proposito l'accordo stabilisce che l'aumento della temperatura media globale per i prossimi anni dovrebbe essere contenuto al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali e, in particolare, non dovrebbe superare 1,5°C. Ogni Paese deve

¹² Istat, *Rapporto SDGs 2020. Informazioni statistiche per l'agenda 2030 in Italia*, Roma, 2020.

quindi determinare con cadenza quinquennale i propri “*nationally determined contributions*” (NDC), che sono gli impegni assunti individualmente per la riduzione delle emissioni di gas serra prodotte dall’uomo. Questi NDC a partire dal 2023 verranno periodicamente revisionati, tramite il processo di *Global Stocktake*, per verificarne l’effettiva implementazione e il raggiungimento.

1.2 - La *Corporate Social Responsibility* (CSR)

Il tema della Responsabilità Sociale dell’Impresa (RSI), o in inglese *Corporate Social Responsibility* (CSR), pur essendo legato a quello della sostenibilità, ha origini più recenti.

Le tracce storiche¹³ risalgono infatti agli anni della *Progressive Era* americana durante la quale il presidente dell’epoca, Theodor Roosevelt, attuò una serie di riforme politiche volte ad introdurre nell’ordinamento statunitense le prime leggi antimonopolistiche¹⁴. All’inizio del 1900, il Movimento Populista Americano e diverse

¹³ Si veda Nigro C., Petracca M., *La CSR dalle origini all’approccio neo-istituzionalista: focus sui processi di isomorfismo e di decoupling*, Giappichelli Editore, Torino, 2016, cap.1.

¹⁴ Solo per citarne alcune, tra le più note troviamo sicuramente lo *Sherman Antitrust Act* del 1890 e il *Clayton Antitrust Act* del 1914.

organizzazioni sindacali iniziarono a denunciare da un lato un management imprenditoriale senza scrupoli e dall'altro lato delle condizioni lavorative e abitative inadeguate. Le azioni intraprese dal presidente americano non soltanto garantirono le prime forme di antitrust e libera concorrenza sul mercato, ma indussero anche alcuni grandi imprenditori del tempo, come Rockefeller e Carnagie, a compiere delle azioni filantropiche in favore sia delle classi operaie, attraverso l'introduzione di forme di *welfare* aziendale, sia della popolazione tutta, effettuando ad esempio delle donazioni per la costruzione di ospedali, asili, parchi o qualsiasi altra struttura di cui la collettività avesse bisogno.

Durante l'era progressista americana dunque si ebbero le prime iniziative pratiche su temi sociali e morali; diversamente, i primi contributi sulla responsabilità sociale d'impresa in letteratura risalgono agli inizi della seconda metà del XX secolo.

Nonostante sia stato l'economista Drucker il primo autore ad aver utilizzato nella sua opera¹⁵ l'espressione "*social responsibilities of business*", è H.R. Bowen ad esser considerato da vari studiosi 'il padre della CSR' (A. B. Carroll, 1999; E. Garriga, D. Melé, 2004;

¹⁵ Drucker P.F., *The Practice of Management*, Harper and Row Publishers, New York, 1954.

D. Windsor, 2001). Egli, nel suo lavoro "*Social Responsibilities of the Businessman*"¹⁶ fornì una prima definizione di responsabilità sociale:

"it refers to the obligations of businessmen to pursue those policies, to make those decisions, or to follow those lines of action which are desirable in terms of the objectives and values of our society" (Bowen, 1953).

In questo modo il focus veniva posto principalmente sulla figura del *businessman* che, in quanto attore sociale al servizio della società, nel suo operare non deve trascurare i valori socialmente accettati e non deve anteporre i propri interessi a quelli della collettività.

In tal modo la concezione di responsabilità è legata unicamente ai manager e ai *businessmen* e non all'azienda nel suo insieme.

Tuttavia negli anni successivi si diffuse la consapevolezza che le imprese di grandi dimensioni possono essere paragonate a dei centri di potere dato il modo in cui le loro decisioni e azioni condizionano la vita della società.

¹⁶ Bowen H. R., *Social Responsibility of the Businessman*, Harper e Row Publishers, New York, 1953.

Ecco perché diversi autori degli anni Sessanta non si limitarono ad attribuire all'impresa finalità esclusivamente economiche, ma iniziarono a considerare le aziende come dei veri e propri agenti in grado di contribuire al bene comune. Tra questi è importante citare gli interventi di K. Davis, W. C. Frederick e J. B. McGuire.

K. Davis sostenne che l'obiettivo della responsabilità sociale dell'impresa deve essere considerato prioritario rispetto a quello del risultato economico, anche perché intuì che prendere decisioni socialmente responsabili può contribuire ad ottenere vantaggi economici nel lungo periodo. Inoltre, secondo l'autore, il rifiuto della responsabilità sociale porta ad una graduale corrosione del potere sociale perciò:

“social responsibility of businessmen need to be commensurate with their social power” (Davis, 1960).

W. C. Frederick invece si focalizzò sull'ambiente all'interno del quale l'azienda si trova ad operare ed interpretò la responsabilità sociale come l'obbligo per le imprese di lavorare per il miglioramento e il benessere della società:

“[Social responsibilities] mean that businessmen should oversee the operation of an economic system that fulfils the expectations of the public. And this means in turn that the economy’s means of production should be employed in such a way that production and distribution should enhance total socio-economic welfare. Social responsibility in the final analysis implies a public posture toward society’s economic and human resources and a willingness to see that those resources are used for broad social ends and not simply for the narrowly circumscribed interests of private persons and firms” (Frederick, 1960).

In ultimo McGuire, riprendendo il pensiero di Frederick, introdusse per la prima volta la locuzione ‘*Corporate Citizenship*’:

“the corporation must take an interest in politics, in the welfare of the community, in education, in the ‘happiness’ of its employees, and, in fact, in the whole social world about it. Therefore, business must act justly as a proper citizen should” (McGuire, 1963).

Secondo questa scuola di pensiero, l’impresa viene considerata come un individuo appartenente ad una comunità con dei diritti e delle responsabilità nei confronti di tutti gli altri membri della

collettività. Questo perché le scelte compiute dall'azienda non influenzano soltanto le persone direttamente coinvolte all'interno della stessa ma provocano effetti sull'intero territorio circostante.

L'azienda non viene più vista come creatrice di solo valore economico ma anche di valore sociale e pubblico, ecco perché al suo interno si devono equilibrare aspetti economici, sociali ed ambientali, per garantire la sopravvivenza nel lungo periodo.

Questa fu la base su cui si fondò il pensiero di A. B. Carroll, uno degli autori più attivi sul tema, che nel 1979 nella sua opera "*A three-dimensional model of corporate social performance*"¹⁷ delineò la propria concezione di responsabilità sociale d'impresa considerandola composta da quattro elementi:

"the social responsibility of business encompasses the economic, legal, ethical, and discretionary expectations that society has of organizations at a given point in time" (Carroll, 1979).

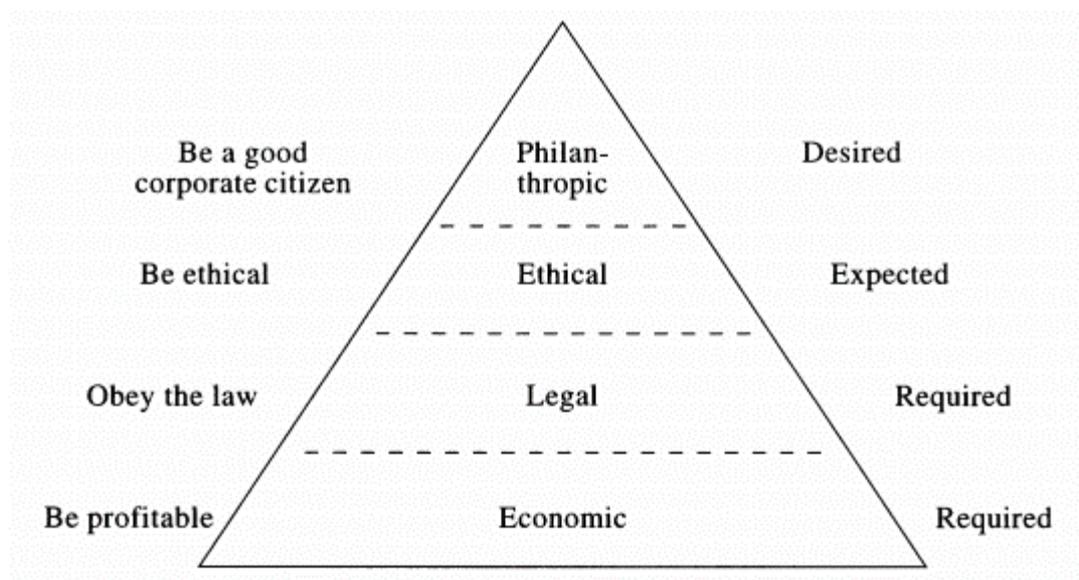
Nel 1991 Carroll pubblicò un ulteriore elaborato¹⁸ in cui diede una rappresentazione grafica di questo concetto attraverso quella che

¹⁷ Carroll A.B., *A three-dimensional model of corporate social performance*, Academy of Management Review, 1979.

¹⁸ Carroll A. B., *The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders*, Business Horizons, 1991.

ad oggi è conosciuta come la 'Piramide di Carroll sulla *Corporate Social Responsibility*'.

Figura 4. Piramide di Carroll sulla *Corporate Social Responsibility*



Fonte: Carroll A. B., *The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders*, *Business Horizons*, 1991.

Come evidenzia la figura, alla base della piramide l'autore ha posto la responsabilità economica, riguardante la creazione di valore e di profitto. Il fatto di porla in questa posizione serve a sottolineare l'importanza della funzione economica nell'attività dell'impresa, di cui rimane la priorità ineludibile e primaria.

Il livello successivo riguarda la responsabilità legale che consiste nel rispetto del complessivo sistema giuridico nazionale ed internazionale e nell'adozione di comportamenti conformi alla

legge. Anche questo aspetto viene considerato un imprescindibile presupposto dell'operare nella società.

Il terzo livello introduce la responsabilità etica, ovvero l'obbligo per l'impresa di operare in modo equo e giusto allineandosi ai valori della società in cui opera. In questo caso non ci sono leggi scritte da rispettare, ma ci sono consuetudini e buone prassi che servono ad evitare che l'azienda arrechi danno ad altri. Poiché non è prevista da nessuna legge, quella etica viene considerata una responsabilità attesa dai membri della società che si aspettano venga perseguita dall'azienda in modo volontario.

Infine, nell'ultimo livello in cima alla piramide è situata la responsabilità filantropica (nella versione del 1979 Carroll la chiamava "responsabilità discrezionale") che riguarda sempre azioni intraprese volontariamente dall'impresa, ma a differenza della responsabilità precedente, non presuppone l'aspettativa quanto piuttosto il desiderio che l'azienda decida di impegnarsi in pratiche socialmente utili. In altre parole, con quest'ultima responsabilità si riprende il concetto precedentemente introdotto da McGuire di '*corporate citizenship*' secondo cui l'impresa,

attraverso attività volontaristiche, opera per il benessere della società e apporta un miglioramento qualitativo nella vita della comunità circostante. Carroll tuttavia posiziona la responsabilità filantropica al vertice della piramide proprio per evidenziare come prima di arrivare ad essa sia necessario soddisfare le altre tre responsabilità.

Con questa teoria Carroll introdusse due nuovi ambiti di responsabilità: quello etico e quello filantropico.

Secondo il pensiero dell'autore, per raggiungere la responsabilità sociale, un'impresa deve perseguire contemporaneamente la responsabilità economica, sociale, etica e discrezionale, ossia tutti e quattro i livelli della piramide. Infatti, se la massimizzazione del profitto e il rispetto della legge sono da sempre imprescindibili, per Carroll diventano necessari anche comportamenti volontari ed eticamente corretti, volti a migliorare la qualità della vita di una comunità al di là degli obblighi di legge, per poter considerare un'impresa socialmente responsabile.

Nel corso della sua evoluzione la CSR non è stata vista da tutti gli studiosi in modo positivo, ma anzi ci sono state anche delle

critiche in materia da parte di autori molto influenti del tempo come T. Levitt¹⁹ (1958) o M. Friedman²⁰ (1970).

Il padre della teoria neoclassica criticò fortemente l'aspetto sociale dell'azienda affermando che:

“There is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game” (Friedman, 1970).

Per Friedman è lo Stato, e non l'impresa, ad avere delle responsabilità sociali e morali nei confronti della collettività da dover gestire attraverso la promulgazione e l'applicazione delle leggi. Diversamente, l'unica responsabilità dei manager è quella verso gli azionisti (*shareholder*), di cui sono dipendenti, e consiste nell'aumentare la loro ricchezza.

Friedman fu fortemente criticato dagli autori successivi i quali sostenevano che avere una tale prospettiva ristretta, basata sulla semplice massimizzazione della ricchezza degli azionisti, può

¹⁹ Levitt T., *The dangers of social responsibility*, Harvard Business Review, 1958.

²⁰ Friedman M., *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, New York Times Magazine, 1970.

portare il management ad ignorare altri importanti *stakeholder* e ad adottare una logica di breve periodo.

È questo il principio su cui si basa il pensiero di E. Freeman, il padre della 'Teoria degli Stakeholder'.

Freeman, nella sua opera "*Strategic management: A stakeholder approach*"²¹, identificò gli *stakeholder* in:

"any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives" (Freeman, 1984),

e spiegò come ogni azienda, nello svolgimento della sua attività, deve tener conto di tutte le categorie di soggetti coinvolti, di tutti gli *stakeholder* e non soltanto degli *shareholder*.

Secondo l'autore, nella promozione e nell'implementazione della CSR sono coinvolti una molteplicità di soggetti che rientrano nella categoria degli *stakeholder*. Il manager quindi nel perseguire la responsabilità sociale non deve focalizzarsi solo sui bisogni degli azionisti o dell'impresa, ma deve prendere in considerazione una più vasta gamma di soggetti, i portatori di interesse.

²¹ Freeman R.E., *Strategic management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston, 1984.

Tra il pensiero di Friedman e quello di Freeman si nota una forte contrapposizione teorica: mentre il primo sostiene che l'unica responsabilità sociale dell'impresa è quella di aumentare i propri profitti per remunerare gli azionisti, gli unici soggetti che possono avere una pretesa morale sulla società; il secondo ritiene che il compito dei manager è quello di bilanciare le molteplici e talvolta contrastanti affermazioni dei loro stakeholder, poiché sono molti i gruppi di interesse che hanno una pretesa morale sulla società dato che questa ha il potere di danneggiarli o avvantaggiarli.

Riportando il pensiero di questi due autori sulla piramide di Carroll si deduce che per Friedman la responsabilità delle imprese si ferma ai primi due blocchi (quello economico e quello legale), diversamente per Freeman l'azienda ha tutte le responsabilità presenti sulla piramide a partire da quella economica fino ad arrivare a quella discrezionale.

La teoria di Freeman è stata soltanto una delle correnti di pensiero che si diffusero nel corso degli anni Ottanta e caratterizzarono tutti gli anni Novanta. Affianco alla *Teoria degli Stakeholder* infatti, si approfondirono gli studi in materia di

Corporate Social Performance (CSP) e di *Business Ethics* (Etica degli affari), due ulteriori aspetti e sfaccettature della *Corporate Social Responsibility*.

La CSP cerca di fornire una visione della CSR orientata ai processi piuttosto che ai risultati: mentre quest'ultima concentra l'attenzione sul risultato finale che un'impresa deve raggiungere, la CSP²² si focalizza sul processo e sui metodi che un'impresa può adottare per identificare e coniugare i propri interessi con quelli di tutti gli stakeholder.

Anche la corrente di pensiero sulla *Business Ethics*²³ si rifà alla CSR con la differenza però che mentre quest'ultima è nata a causa di una pressione esterna da parte della società nei confronti dell'impresa, l'etica degli affari si è sviluppata per la volontà delle aziende di fornire una giustificazione in merito alle azioni intraprese di propria iniziativa, focalizzandosi in particolare sugli aspetti etici dei loro comportamenti.

²² Studi sul tema sono stati condotti da diversi autori come: Sethi (1975), Carroll (1977), Wartick e Cochran (1985), Wood (1991), Griffin e Mahon (1997).

²³ Contributi importanti sul tema derivano da Frederick (1986), Chirieleison (2004) e Sacconi (2005).

A partire dagli anni '90 la *Corporate Social Responsibility* si fuse con il concetto di sostenibilità e divenne un tema trattato a livello internazionale da diverse organizzazioni mondiali.

Dopo la pubblicazione del Rapporto Brundland che identifica negli aspetti ambientale, sociale ed economico le tre variabili che costituiscono la sostenibilità, si intuì che le politiche sulla CSR possono essere lo strumento adatto per raggiungere l'equilibrio tra queste tre dimensioni.

Per questo motivo nel 1999 Kofi Annan, Segretario Generale delle Nazioni Unite, propose la costituzione di un '*Global Compact*' al fine di promuovere un'economia globale più sostenibile attraverso l'adozione da parte delle grandi multinazionali di politiche conformi alla CSR. In particolare si chiedeva alle imprese di far diventare i Dieci Principi²⁴ fondamentali, relativi a diritti umani, standard lavorativi, tutela dell'ambiente e lotta alla corruzione, parte integrante del loro operare.

L'anno seguente l'OCSE (l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) pubblicò le "*Linee Guida destinate alle*

²⁴ Si trattava di principi condivisi universalmente in quanto derivati dalla Dichiarazione Universale dei Diritti Umani, dalla Dichiarazione ILO, dalla Dichiarazione di Rio e dalla Convenzione delle Nazioni Unite contro la corruzione.

imprese multinazionali”, una serie di raccomandazioni riguardanti tutti i settori produttivi e rivolte alle grandi aziende ma non solo perché coinvolgono anche l’intera catena di fornitura e le piccole medie imprese. L’obiettivo di questi principi e standard non vincolanti è quello di contribuire al progresso economico, sociale e ambientale al fine di realizzare uno sviluppo che sia sostenibile nel tempo. L’insieme delle raccomandazioni è stato aggiornato varie volte nel corso del tempo (l’ultima volta nel 2011) per adeguarlo ai cambiamenti del contesto economico mondiale.

Nel 2001 la Commissione Europea ha dato la propria definizione ufficiale ed istituzionale di responsabilità sociale d’impresa nel Libro Verde²⁵:

“CSR is a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholder on a voluntary basis”.

Queste parole vanno a riprendere tutto ciò che è stato detto in tema di CSR negli anni passati:

²⁵ Commissione Europea, *Libro Verde - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles, 2001.

- parla di 'base volontaria' poiché sono le imprese che, al di là degli obblighi di legge, decidono se adottare delle iniziative socialmente responsabili;
- include le tre dimensioni della sostenibilità (ambientale, sociale ed economica) espresse nell'approccio *Triple Bottom Line*;
- fa riferimento agli *stakeholder*, ribadendo così l'importanza di instaurare un rapporto con tutti i soggetti che si relazionano con la società al fine di tener conto dei loro interessi.

Nell'ottica della Commissione, un'impresa per raggiungere la RSI deve: adottare iniziative in linea con i valori aziendali; tenere conto dell'impatto dell'attività produttiva sul mercato, il luogo di lavoro, l'ambiente e la società nel suo complesso; includere gli *stakeholder* nel processo decisionale.

Successivamente questa definizione è stata aggiornata nel 2011 attraverso la "*Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*" dove si afferma che la CSR è:

“The responsibility of enterprises for their impacts on society”
(Commissione Europea, 2011).

All'azienda viene chiesto di assumere un ruolo sociale e di farsi carico degli impatti ambientali e delle conseguenze derivanti dalla propria attività, tenendo conto degli effetti, anche economici e sociali, che si riversano sull'ambiente circostante. Inoltre si supera il carattere soggettivo della precedente definizione poiché si chiede una maggiore adesione alla legislazione vigente a livello internazionale. La Strategia fa riferimento ai Principi dell'ONU²⁶, alla *“Strategia 2020 per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva”* e alle Linee Guida dell'OCSE ed ha l'obiettivo di creare: condizioni favorevoli per una crescita sostenibile; un'occupazione durevole nel medio e lungo termine; un comportamento responsabile delle imprese.

Aldilà di queste definizioni, l'Unione Europea nel corso del nuovo millennio è intervenuta diverse volte in tema di *Corporate Social Responsibility* ad esempio promuovendo *l'European Alliance for Corporate Social Responsibility*, istituendo *l'European CSR Multi-*

²⁶ Si fa riferimento alle “Norme sulla Responsabilità Sociale delle Imprese” adottate dalla Sottocommissione dell'ONU per la protezione dei diritti umani nel 2003.

Stakeholder Forum (2002) o dando il proprio sostegno per la costituzione di un'Alleanza europea in materia di RSI (2006).

Uno degli interventi più recenti è stato l'emanazione della direttiva 2014/95/UE che prevede l'obbligo per le imprese di redigere una 'dichiarazione di carattere non finanziario' (DNF) al fine di dare un'informativa sulle politiche, sui rischi e sui risultati ottenuti dalle stesse in materia sociale e ambientale. La DNF è soltanto l'ultimo documento ideato dall'Unione Europea per garantire trasparenza: a questo infatti devono aggiungersi i già esistenti Codici etici, Bilanci Ambientali e Sociali (o di Sostenibilità) nonché i diversi Standard e Certificazioni (tra cui EMAS, ISO 14001 e SA8000) che un'impresa può o deve adottare anche per mostrare il proprio impegno verso la sostenibilità e la responsabilità sociale.

1.3 - Dall'Investimento Sostenibile e Responsabile (SRI) all'investimento rispettoso dei criteri ESG (*Environmental, Social, Governance*)

Dall'incontro tra sviluppo sostenibile e mondo finanziario è nata la cosiddetta 'Finanza Sostenibile', una branca della 'Finanza Etica'.

Come sostiene Gallicani (2005), quando si parla di finanza etica non bisogna pensare ad una contrapposizione con la finanza “non etica” perché non esiste una finanza buona o una finanza cattiva, ma si deve intendere una finanza che pone la questione etica e la sostenibilità al centro del proprio operare.

Gli investimenti sostenibili e responsabili (ISR o SRI, dall'inglese *Sustainable and Responsible Investment*) rappresentano il mezzo utilizzato per l'implementazione della finanza sostenibile, tuttavia non è facile darne una definizione univoca. Nel tentativo di farlo si può ricorrere alle parole utilizzate dal Forum Europeo per gli Investimenti Sostenibili e Responsabili (Eurosif) nel rapporto “*European SRI Study 2016*” dove si afferma che:

“Sustainable and responsible investment (“SRI”) is a long-term oriented investment approach which integrates ESG factors in the research, analysis and selection process of securities within an investment portfolio. It combines fundamental analysis and engagement with an evaluation of ESG factors in order to better capture long term returns for investors, and to benefit society by influencing the behaviour of companies”.

Si evince che un elemento cruciale degli investimenti sostenibili è l'integrazione dei criteri ESG nella selezione dei titoli.

L'acronimo ESG (*Environmental, Social e Governance*) è di origini piuttosto recenti tanto che da un punto di vista regolamentare non ne è ancora stata definita una tassonomia specifica, anche se la Commissione Europea si sta muovendo in questa direzione come dimostra l'*Action Plan* del 2018. Ciò che invece è ben chiaro del termine ESG è che all'interno di ogni dimensione che lo compone rientra un ampio elenco di tematiche attinenti come, ad esempio, quelle riportate nella Tabella 2 che sono tratte dal "*Manuale per promotori finanziari e addetti alla vendita di prodotti finanziari – la finanza sostenibile e l'investimento responsabile*" pubblicato dall'ANASF e dal Forum per la Finanza Sostenibile nel 2010:

Tabella 2. Tematiche ESG

Environmental	Social	Governance
Aria (tra cui Cambiamenti Climatici)	Diritti umani	Indipendenza
Acqua	Sviluppo del capitale umano	Remunerazione
Suolo	Attrazione dei talenti	Compliance
Biodiversità	Pari opportunità e Diversità	Corruzione
Risorse Naturali	Salute e Sicurezza	Diritti degli azionisti
Energia	Gestione responsabile della catena di fornitura	Gestione del rischio

Rifiuti	Coinvolgimento e Relazioni con la comunità Sviluppo socio-economico Filantropia	
---------	--	--

Fonte: ANASF e Forum per la Finanza Sostenibile, *Manuale per promotori finanziari e addetti alla vendita di prodotti finanziari – la finanza sostenibile e l’investimento responsabile*, Milano, 2010.

Nella tabella del Manuale ANASF è indicata una quarta sezione che presenta la sfera etica, poiché vi si parla di tematiche ESG-E. In effetti, originariamente, l’universo degli investimenti responsabili considerava prevalentemente gli aspetti di natura etica e soltanto con l’inizio del nuovo millennio si è ampliato introducendo i criteri ESG, facendoli diventare ad oggi l’elemento predominante.

Questo passaggio si nota anche nelle strategie di investimento socialmente responsabili che gli operatori adottano per costruire dei portafogli che soddisfino le esigenze degli investitori. Esistono numerose strategie applicabili che diverse organizzazioni²⁷ hanno cercato di classificare e che sono riportate nella Tabella 3 tratta dal rapporto “*European SRI Study 2018*” di Eurosif.

²⁷ Eurosif (*European Sustainable Investment Forum*) è la principale associazione europea dedicata alla promozione degli investimenti sostenibili e responsabili in Europa; Gsia (*Global Sustainable Investment Alliance*) collabora con le più grandi organizzazioni internazionali per gli investimenti sostenibili; PRI (*Principles for Responsible Investment*), sostenuta dalle Nazioni Unite, promuove gli investimenti responsabili attraverso l’applicazione dei sei principi da essa stessa individuati; EFAMA (*European Fund and Asset Manager Association*) è l’associazione di gestione degli investimenti rappresentativa del mercato europeo.

Tabella 3. Classificazione strategie SRI delle diverse organizzazioni

EUROSIF	GSIA – equivalent	PRI – equivalent	EFAMA - equivalent
Exclusion of holdings from investment universe	Negative/ exclusionary screening	Negative/ exclusionary screening	Negative screening or Exclusion
Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms based approach (type of screening)
Best-in-Class investment selection	Positive/ best-in-class screening	Positive/ best-in-class screening	Best-in-Class policy (type of screening)
Sustainability themed investment	Sustainability themed investing	Sustainability themed investing	Thematic investment (type of screening)
ESG integration	ESG integration	Integration of ESG issues	-
Engagement and voting on sustainability matters	Corporate engagement and shareholder action	Active ownership and engagement (three types): 1 - Active ownership 2 - Engagement 3 - (Proxy) voting and shareholder resolutions	Engagement (voting)
Impact investing	Impact/community investing	-	-

Fonte: Eurosif, European SRI Study 2018, 2018.

Questa tabella è molto utile perché, mettendo a confronto le strategie individuate dalle diverse organizzazioni, evidenzia come queste siano equivalenti nonostante la diversa nomenclatura.

Prendendo a riferimento la classificazione di Eurosif abbiamo:

1 – la strategia dell’esclusione dei titoli dall’universo investibile (*Exclusion of holdings from investment universe*) che è anche

conosciuta come '*screening negativo*' perché esclude dall'investimento società, settori o Paesi che sono coinvolti in attività contrarie alla dimensione etica o ai criteri ESG. Ad esempio parametri di esclusione sono: armi, alcol, pornografia, tabacco, gioco d'azzardo e la sperimentazione animale.

2 – lo screening normativo (*Norms-based screening*) che seleziona gli investimenti compatibili e rispettosi delle norme e degli standard internazionali definiti dall'OCSE, dall'ONU, o dalle altre Agenzie come ILO, UNEP, UNICEF o UNHCR. Esempi di queste normative sono le Convenzioni delle Nazioni Unite e le Linee Guide dell'OCSE sulle multinazionali.

3 – la selezione di titoli '*Best-in-Class*' (*Best-in-Class investment selection*) o anche conosciuta come 'screening positivo' perché consiste nel selezionare le aziende migliori sia nelle performance che da un punto di vista ESG all'interno di un determinato settore.

4 – l'approccio degli investimenti tematici sostenibili (*Sustainability themed investment*) che si focalizza su *asset* connessi a uno o più temi sostenibili, conformi ai criteri ESG. Esempi di aree tematiche d'interesse possono essere: le energie rinnovabili, l'efficienza

energetica, la logistica sostenibile, le costruzioni, il *water o waste management* e l'agricoltura.

5 – l'integrazione dei criteri ESG (*ESG Integration*) che prevede l'inclusione di fattori *environmental, social e governance* all'interno delle analisi finanziarie tradizionali utilizzate nelle scelte di *asset allocation*. Nelle decisioni di investimento quindi non si tiene più conto soltanto dei parametri finanziari classici, ma questi vengono combinati con gli indicatori ESG.

6 – La strategia dell'azionariato attivo (*Engagement and voting on sustainability matters*) che consiste nel dialogo tra azionisti e vertici societari al fine di sensibilizzare e influenzare i comportamenti aziendali sul tema della sostenibilità. Ad esempio, uno dei momenti di incontro e di coinvolgimento più rapidi e diretti che permettono di mettere in atto questa strategia è la partecipazione alle assemblee annuali durante le quali gli azionisti hanno la possibilità di intervenire e di esercitare il proprio diritto di voto. Questa tipologia di approccio verrà maggiormente approfondita nel secondo capitolo.

7 – *L'impact investing*, una strategia che prevede investimenti in società, organizzazioni o enti con l'intento di generare un impatto sociale e ambientale positivo oltre che un certo ritorno finanziario. L'obiettivo prevalente è quello ambientale e sociale, tuttavia non si può parlare di sola attività filantropica perché il capitale investito rimane di proprietà dell'investitore che si aspetta un rendimento.

Queste strategie di selezione e gestione degli investimenti si sono evolute parallelamente agli eventi storici che hanno portato alla nascita dei fondi etici²⁸.

Inizialmente si applicò la strategia dell'esclusione che nel 1928 portò alla costituzione del primo fondo etico, il *Pioneer Fund*. In realtà le idee alla base di questo approccio trovano fondamento già nel XVII secolo quando i quaccheri, seguaci del movimento religioso inglese di G. Fox, si rifiutarono di trarre profitto dagli investimenti in operazioni belliche o di vendita degli schiavi perché contrari alla loro dottrina. Allo stesso modo i metodisti, fedeli della dottrina del reverendo J. Wesley, introdussero dei principi che vietavano l'investimento in società dannegiatrici della vita o del

²⁸ Si veda Signori S., *Gli investitori etici: implicazioni aziendali – problemi e prospettive*, Giuffrè Editore, Milano, 2006.

prossimo, come quelle produttrici di armi, tabacco e alcol. Ben presto queste ideologie approdarono in America dove, fondendosi con il pensiero di altre istituzioni religiose che ritenevano immorale impiegare soldi in business contrari ai principi cristiani, spinsero lo statunitense Philip L. Carret alla costituzione del *Pioneer Fund*. Si trattava di un fondo etico che rispondeva alle esigenze di origine ecclesiastica poiché escludeva dal portafoglio i cosiddetti ‘titoli del peccato’, ossia le partecipazioni in società operanti nei settori del tabacco, del gioco d’azzardo e dell’alcol.

Molti anni più tardi, nel 1971, due ministri metodisti americani spinti dalla necessità di creare un portafoglio privo di qualsiasi guadagno legato alla guerra, istituirono uno dei primi fondi comuni di investimento socialmente responsabile²⁹, il *Pax World Fund*. Questo coinvolgeva società che non avevano alcun interesse nel commercio di armi, alcol e tabacco poiché lo scopo era contribuire “*alla pace nel mondo attraverso l’investimento in compagnie che producessero beni e servizi a sostegno della vita*”³⁰.

²⁹ Molti ritengono che il Pax World Fund sia il primo fondo comune socialmente responsabile istituito a livello mondiale, tuttavia altri ritengono che questo sia un errore visto che ci sono delle evidenze secondo cui già nel 1965, in Svezia, era presente un altro fondo etico, l’Ansvär Aktiefond Sverige.

³⁰ Regalli M., Soana M., Tavaglini G., *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in Etica e finanza, a cura di Signori S., Rusconi G., Dorigatti M., Franco Angeli Editore, Milano, 2005.

Per la costituzione di questo fondo non si applicò soltanto la strategia di screening negativo come nel caso precedente, ma per la prima volta fu utilizzata anche una forma primitiva della tecnica *Best-in-Class investment selection* poiché si coinvolsero società che avevano ottime performance finanziarie ed erano conformi ai criteri di sostenibilità, che in questo caso consistevano nell'avere buone relazioni con i dipendenti e rispetto per l'ambiente.

È stato quindi il mondo ecclesiastico a dare una forte spinta allo sviluppo dei fondi etici, almeno fino alla seconda metà del XX secolo quando anche il popolo laico ha iniziato ad interessarsi agli investimenti sostenibili e responsabili.

In particolare, negli anni sessanta sono emerse una serie di rivolte e contestazioni da parte del popolo verso le istituzioni che si sono riversate sui mercati. Si lottava per i diritti umani, per l'istruzione e le disuguaglianze: in generale si protestava per l'inadeguatezza del sistema politico, sociale ed economico dell'epoca.

Ci fu la protesta degli studenti contro la guerra del Vietnam che spinse le università a escludere l'industria delle armi dai propri fondi. Importante fu anche la mobilitazione studentesca contro il

regime dell'Apartheid³¹ che portò diverse università americane a ritirare i fondi investiti in Sudafrica e spinse il reverendo L. Sullivan a redigere nel 1977 i cosiddetti "*Principi di Sullivan*"³², dei codici di condotta indirizzati alle imprese americane operanti in Sudafrica.

Il contributo di Sullivan non si limitò soltanto alla redazione di questi principi, ma egli, sacerdote battista di colore, riuscì anche ad entrare a far parte del Consiglio di Amministrazione di General Motors, uno dei colossi americani che maggiormente impiegava lavoratori di colore in Sudafrica e che in quegli anni era stato spinto da alcuni investitori ad istituire un comitato per la valutazione della propria performance sociale. In particolare Ralph Nader, avvocato attento a temi come la difesa dei consumatori e dell'ambiente, organizzò una vera e propria campagna di attivismo degli azionisti della società per mettere in luce e presentare delle possibili soluzioni a problemi come la scarsa sicurezza delle automobili prodotte o la poca attenzione alla responsabilità sociale.

³¹ Apartheid è il termine utilizzato per riferirsi alla politica di segregazione razziale che fu imposta dal governo di etnia bianca in Sudafrica dal 1948 al 1991 e che costrinse la popolazione locale a vivere in uno stato di inferiorità e a subire continue umiliazioni. Oggi l'apartheid è stato dichiarato ed inserito dalle Nazioni Unite nella lista dei crimini contro l'umanità.

³² Sono sette principi volti a garantire la parità di trattamento di tutti i dipendenti di un'azienda, indipendentemente dalla loro razza. Successivamente Sullivan, collaborando con le Nazioni Unite, ampliò questi principi su temi come la giustizia sociale e i diritti umani a livello internazionale.

Tutte queste proteste degli anni Sessanta e Settanta hanno posto le basi per lo sviluppo di un nuovo approccio di investimento sostenibile e responsabile che è l'*engagement on sustainability matters*. In particolare, si ritiene che sia stato proprio Nader ad aver avviato la prima *shareholder action*, coinvolgendo gli azionisti non soltanto sul ritorno finanziario del loro investimento ma anche sugli aspetti di responsabilità sociale adottati dall'impresa.

Per l'introduzione delle strategie *impact investing* e *sustainability themed investment* bisogna aspettare gli anni Ottanta-Novanta.

È in questo periodo infatti che anche in Europa inizia a diffondersi il fenomeno degli investimenti sostenibili e responsabili, spinto dalle conferenze e dai forum che venivano organizzati sul tema. In particolare, nel 1983 viene costituita EIRIS (*Expert in Responsible Investments Solutions*), una società di servizi che si occupava di investimenti etici, e nel 1985 la compagnia assicurativa inglese *Friends Provident* lancia uno dei primi fondi etici europei, lo *Stewardship Fund*. Quest'ultimo, essendo stato costruito da una società di quaccheri, si basava su una strategia di screening negativo poiché andava ad escludere dal portafoglio tutte le azioni

di società connesse al settore dell'alcol, delle armi e del gioco d'azzardo.

Verso la fine del XX secolo inoltre, l'attenzione iniziò a focalizzarsi maggiormente sull'aspetto ambientale dell'investimento poiché recenti erano le catastrofi di Chernobyl e della petroliera Exxon Valdez in Alaska che avevano portato le coscienze umane a sensibilizzarsi su temi come l'inquinamento o l'uso responsabile delle risorse naturali. Per questo si costituirono dei veri e propri 'fondi verdi', come il "*Merlin Ecology Fund*", che tenevano conto delle ripercussioni ambientali e non soltanto della performance finanziaria.

Nel momento in cui si è iniziato a considerare anche l'aspetto ambientale oltre a quello sociale e di governance, e in particolare verso gli inizi degli anni 2000, si è diffusa la strategia di SRI più recente: l'integrazione dei fattori ESG nella finanza tradizionale.

È infatti nel 2004 che viene pubblicato il report "*Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*", frutto della collaborazione di diverse istituzioni finanziarie proposta dall'allora Segretario delle Nazioni Unite Kofi Annan, in cui per la prima volta

si parla di 'investimento ESG' e si definiscono delle linee guida su come integrare al meglio i temi ambientali, sociali e di governance nell'*asset management*.

Con lo sviluppo di questo nuovo approccio è avvenuta la rottura e il passaggio dall'influenza del mondo ecclesiastico a quello sostenibile. Ciò si riscontra anche nella terminologia visto che ad oggi il termine SRI non viene più utilizzato nella sua accezione etico-religiosa ma è superato dalla sigla ESG che viene utilizzata come sinonimo ed è associata alla sostenibilità.

In ultimo, gli anni a cavallo tra la fine è l'inizio del nuovo millennio sono stati importanti anche perché hanno visto la nascita dei primi indici etici a partire dal Domini 400 Social Index nel 1990 fino ad arrivare ai più famosi Dow Jones Sustainability Index del 1999 e Ftse4Good del 2001. Sono nate anche diverse agenzie di rating ESG come Arèse, che fu la prima europea ed è poi stata acquisita da Vigeo Eiris, o *Sustainalytics*, oggi società partecipata al 40% da Morningstar.

Focalizzandoci brevemente sull'Italia dobbiamo dire che i *Social Responsible Investment* (SRI) hanno fatto la loro comparsa in

ritardo rispetto al resto del mondo considerando che il primo fondo etico fu istituito soltanto nel 1997 dalla SGR del gruppo Sanpaolo e che i primi indici etici italiani, come ECPI Italia SRI Benchmark e FTSE ECPI Italia SRI Leaders, sono nati solo nel 2010.

Capitolo 2 – L’ENGAGEMENT DI EMITTENTI ED INVESTITORI RELATIVAMENTE AI CRITERI ESG: I RISULTATI DI UNA RICERCA AVVIATA DURANTE IL TIROCINIO SVOLTO PRESSO LA CONSOB

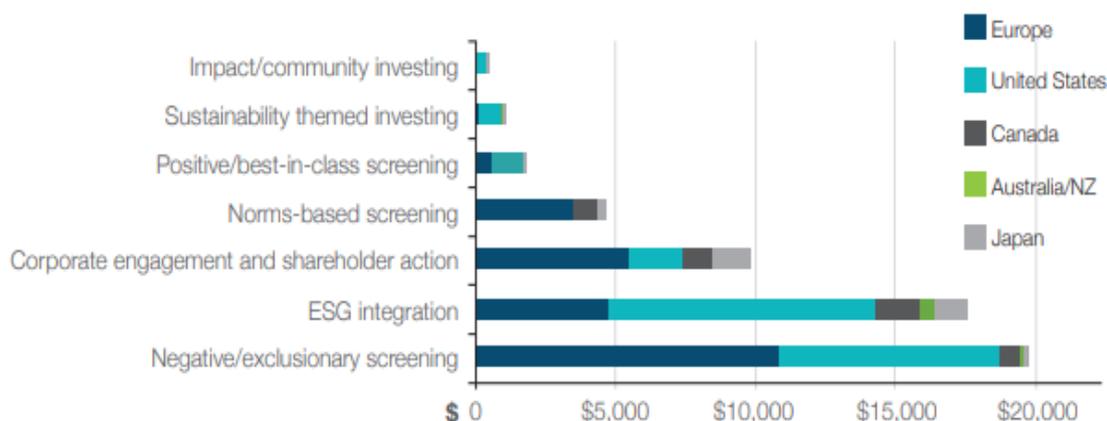
Il capitolo che segue descrive il lavoro svolto durante il periodo di tirocinio e si focalizza sul tema dell’engagement. Inizialmente vengono quindi presentati dei dati, rilevati a livello mondiale ed europeo, sulla strategia di investimento sostenibile e responsabile denominata ‘*Engagement and voting on sustainability matters*’. Di seguito, il primo paragrafo approfondisce il processo e le pratiche di engagement che gli azionisti applicano per relazionarsi con le società e promuovere temi per loro rilevanti come, nel caso di interesse, quello della sostenibilità. Successivamente, il secondo paragrafo presenta il *paper* di Laferre e Van der Elst (2018) che, descrivendo un’analisi simile a quella condotta per conto dell’ente Consob ma riferita ad un campione di società quotate olandesi, rappresenta la base su cui si è poi sviluppato il progetto di tirocinio. Il terzo paragrafo enuncia le statistiche conclusive della ricerca empirica condotta sul campione di società italiane quotate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana.

2.1 - Engagement in materia ESG (*Environmental, Social, Governance*)

A livello mondiale, il report biennale pubblicato alla fine del 2018 dal *Global Sustainable Investment Alliance* (Gsia) registra una crescita del 34% rispetto al report precedente della diffusione degli investimenti sostenibili e responsabili che sono passati da un ammontare di 22,9 trilioni nel 2016 ad oltre 30 trilioni di dollari. In particolare, questo *2018 Global Sustainable Investment Review* si concentra su cinque mercati globali (Europa, Usa, Canada, Giappone e Australia-Nuova Zelanda) e riscontra che in ognuno di essi c'è stata una crescita degli investimenti sostenibili.

In termini di strategie adottate, il report sintetizza nella figura 5 qui riportata la diffusione di queste tecniche nei cinque mercati presi in esame e conclude che: lo screening negativo, il più diffuso a livello globale, è utilizzato maggiormente in Europa; l'integrazione dei fattori ESG trova ampia diffusione in America, Canada, Nuova Zelanda e Australia; mentre l'engagement predomina nelle zone del Giappone.

Figura 5. Ammontare delle strategie SRI nei cinque mercati globali



Fonte: Gsia, 2018 Global Sustainable Investment Review, 2018.

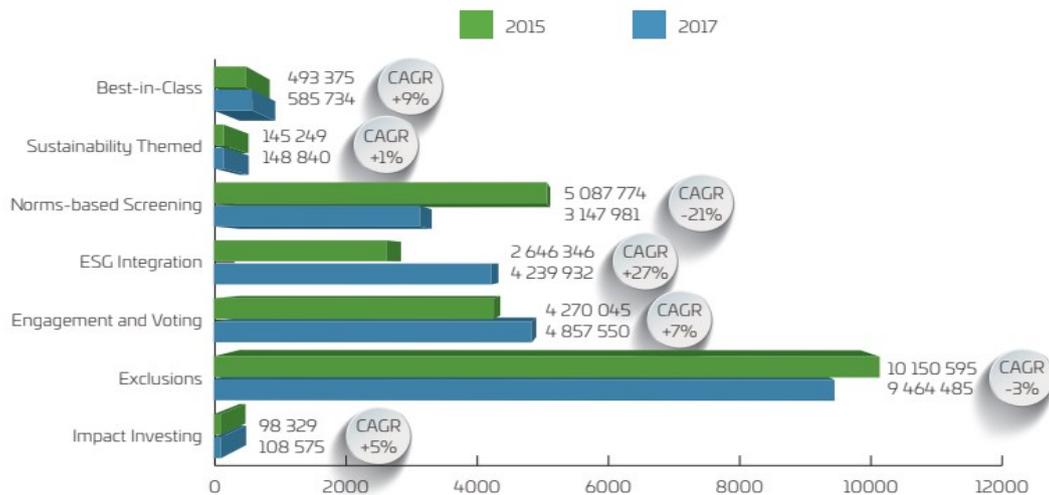
Concentrandosi sull'Europa, il Gsia afferma che, nonostante il continente sia in cima alla classifica con 14.075 miliardi di dollari gestiti in modo responsabile, la quota di investimenti ESG rispetto al totale si sta riducendo di anno in anno: nel 2014 rappresentava il 58,8% del totale, nel 2016 il 52% e nel 2018 il 48,8%.

Per meglio comprendere la situazione continentale è utile citare i dati del rapporto³³ pubblicato da Eurosif nel 2018 che permette di avere una panoramica sull'evoluzione delle strategie di investimento sostenibili e responsabili (SRI) a livello comunitario e nazionale nel biennio 2015 – 2017³⁴.

³³ L'*European SRI Study 2018* si basa su un campione di 263 tra *asset manager* e *asset owner* per un totale di 20.000 miliardi di euro di patrimonio gestito. Secondo la stima di EFAMA il mercato europeo del risparmio gestito ha un valore pari a 25.200 miliardi di euro, perciò lo studio condotto da Eurosif coinvolge circa il 79% dell'intero mercato.

³⁴ A novembre 2020 verrà pubblicata la nuova versione di questo report relativa al biennio 2017-2019 ed è plausibile ipotizzare notevoli cambiamenti rispetto ai dati del 2018 considerando gli eventi

Figura 6. Overview delle strategie SRI in Europa



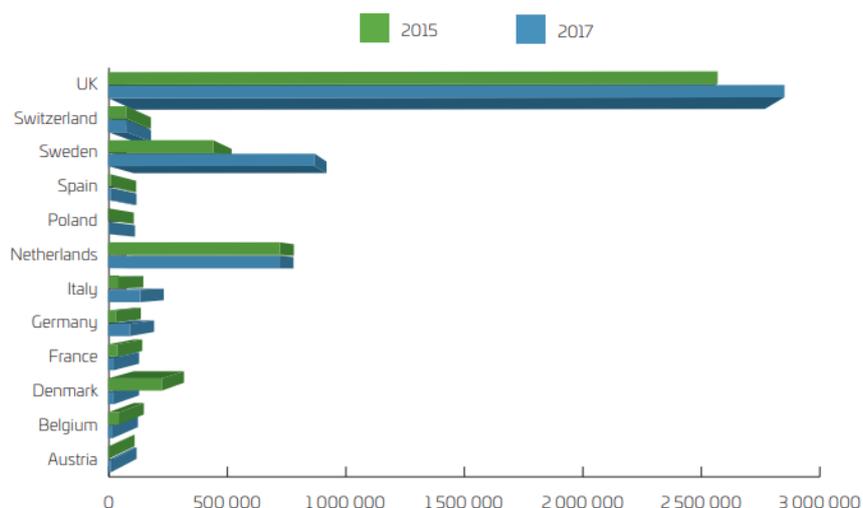
Fonte: Eurosif, European SRI Study 2018, 2018.

Come si può notare dalla figura 6, a livello europeo la strategia di esclusione, la più antica ma anche la più importante in termini di asset gestiti, ha subito un'attenuazione rispetto agli anni passati. Dall'altro lato tuttavia c'è stata una forte diffusione delle strategie di *ESG integration* e *Engagement and Voting* che hanno registrato un tasso annuo di crescita composto (CAGR) rispettivamente del 27% e 7%, partendo per giunta da una base già molto alta.

L'engagement, in particolare, rappresenta la seconda strategia più diffusa dopo lo screening negativo con un patrimonio complessivo di oltre 4.800 miliardi di euro, di cui più della metà sono gestiti dal Regno Unito dove l'engagement è la strategia SRI più applicata.

che si sono verificati in questo periodo come gli interventi della Commissione Europea per la definizione di una tassonomia specifica e lo sviluppo dell'Action Plan o la pandemia di COVID-19.

Figura 7. Crescita della strategia Engagement and Voting per Paese

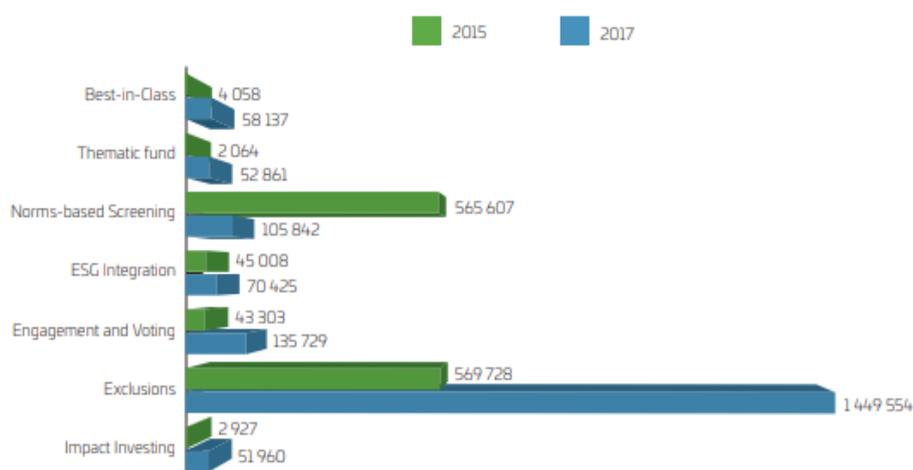


Fonte: Eurosif, European SRI Study 2018, 2018.

Oltre al Regno Unito, la figura 7 mostra che anche Svezia e Olanda adottano ampiamente la strategia di engagement nella costruzione dei portafogli di investimento, mentre in Paesi come la Francia, il Belgio e soprattutto la Danimarca si nota un forte calo. Un dato particolarmente interessante è quello relativo agli investimenti sottoposti ad *Engagement and Voting* in Italia che, nel biennio in esame, hanno registrato una notevole espansione con un tasso di crescita del 213%.

Infatti, analizzando il focus sulle strategie SRI adottate in Italia si nota che dopo l'approccio dell'esclusione, l'engagement rappresenta la strategia più utilizzata dagli *asset manager* italiani.

Figura 8. Overview delle strategie SRI in Italia



Fonte: Eurosif, European SRI Study 2018, 2018

Più in particolare, la figura 8 rivela che in Italia c'è stato un incremento delle somme gestite secondo criteri di sostenibilità per tutte le strategie SRI esistenti ad eccezione dello screening normativo che ha registrato un ribasso comune al resto d'Europa³⁵.

L'aumento registrato nell'utilizzo della strategia *Engagement and Voting* nei diversi Paesi europei fornisce una chiara indicazione della volontà degli investitori di impegnarsi con le società in cui investono e di contribuire positivamente alla sostenibilità del loro modello di business. Questa attività è incoraggiata anche dal

³⁵ Nell'analizzare questi dati bisogna tener conto del fatto che la finanza italiana si è da poco legata all'universo sostenibile, soprattutto rispetto agli altri Paesi europei, per questo motivo il percorso di crescita degli investimenti SRI italiani è più lento ma costante.

legislatore europeo che, allo scopo di favorire la centralità del ruolo dell'investitore, è intervenuto con la Direttiva del 20 maggio 2017 n. 2017/828 per modificare la Direttiva 2007/36/CE (*Shareholders' Right Directive*) e spingere gli azionisti di società quotate ad impegnarsi a lungo termine nel perseguimento di obiettivi *enviromental, social and governance* (ESG).

In realtà l'obiettivo di coinvolgere maggiormente gli azionisti nel governo societario nasce dalla convinzione della Commissione Europea che il disinteresse dei soci nelle società quotate sia stato uno dei fattori all'origine della crisi finanziaria del 2007/2008 in quanto avrebbe favorito comportamenti speculativi da parte dei manager spesso orientati a rendimenti di breve periodo piuttosto che a una visione di lungo periodo. La nuova direttiva 2017/828 quindi tenta di accrescere l'impegno degli investitori nel tutelare la buona gestione delle società quotate focalizzandosi sui seguenti aspetti:

- l'agevolazione nell'esercizio dei diritti di voto degli azionisti;

- la tempestiva e corretta trasmissione delle informazioni attraverso un'efficace comunicazione delle società con i propri azionisti, per i quali è prevista l'identificazione;
- la trasparenza degli investitori istituzionali, dei consulenti e degli *asset manager* in materia di voto e di politiche di engagement;
- il coinvolgimento dei soci nella definizione delle politiche di remunerazione degli amministratori e nell'espressione del voto sul report che illustra i compensi corrisposti;
- il controllo da parte degli azionisti sulle operazioni con parti correlate.

Il '*codice di stewardship*' è un codice di comportamento destinato agli investitori istituzionali e contenente principi e *best practice* sul rapporto tra gli investitori istituzionali e gli emittenti quotati in cui essi investono i patrimoni gestiti, ed ha l'obiettivo di incentivare il confronto e la collaborazione tra amministratori e soci nell'ambito dell'engagement e di promuovere il monitoraggio sulle società oggetto di investimento.

Come sostenuto nel quaderno giuridico³⁶ *“Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship: problemi e prospettive”* della Consob, questa nuova decisione del legislatore europeo di voler dare risalto legale all’engagement in quanto parte integrante del processo di investimento porta ad interrogarsi sulla possibilità che un codice di autodisciplina come lo *stewardship code*, volto a rendere gli investitori istituzionali attivi e coinvolti nella corporate governance, sia effettivamente adatto a questo scopo visto che si tratta di un codice applicabile su base volontaria³⁷ e che le uniche sanzioni previste in caso di inosservanza sono di carattere reputazionale.

Il quaderno giuridico riporta che ad oggi nel mondo esistono 16 codici di stewardship già in vigore e 6 ancora in fase di elaborazione, suddivisibili in tre gruppi in base al soggetto che li ha elaborati che può essere: l’autorità di vigilanza, un’istituzione privata o un investitore istituzionale.

Un codice che rientra nel terzo gruppo è l’*“EFAMA Stewardship Code: Principles for asset managers’ monitoring of, voting in,*

³⁶ Alvaro S., Maugeri M., Strampelli G., *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship - Problemi e prospettive*, Consob, Roma, 2019.

³⁷ Anche se comunque, in base al principio *comply or explain* si chiede agli investitori di esplicitare le ragioni che hanno portato alla sua mancata applicazione.

engagement with investee companies”, il codice su cui si basano i “*Principi italiani di Stewardship per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*” sviluppati da Assogestioni nel 2013 e revisionati nel 2016 al fine di stimolare un dialogo collaborativo e costruttivo tra le società di gestione del risparmio e gli emittenti quotati italiani in cui esse investono sui temi di responsabilità sociale e ambientale, corporate governance e gestione dei rischi³⁸.

Assogestioni, per ognuno dei sei Principi, definisce anche delle *Raccomandazioni*³⁹, ossia dei comportamenti che possono essere presi come esempio per raggiungere gli obiettivi previsti dai Principi stessi.

Secondo le raccomandazioni del terzo principio di *stewardship*, i contatti iniziali con la società possono svolgersi: mediante incontri con il management e le strutture di *investor relation* dell’emittente quotato per discutere in modo specifico delle problematiche riscontrate; attraverso l’esplicitazione delle preoccupazioni ai

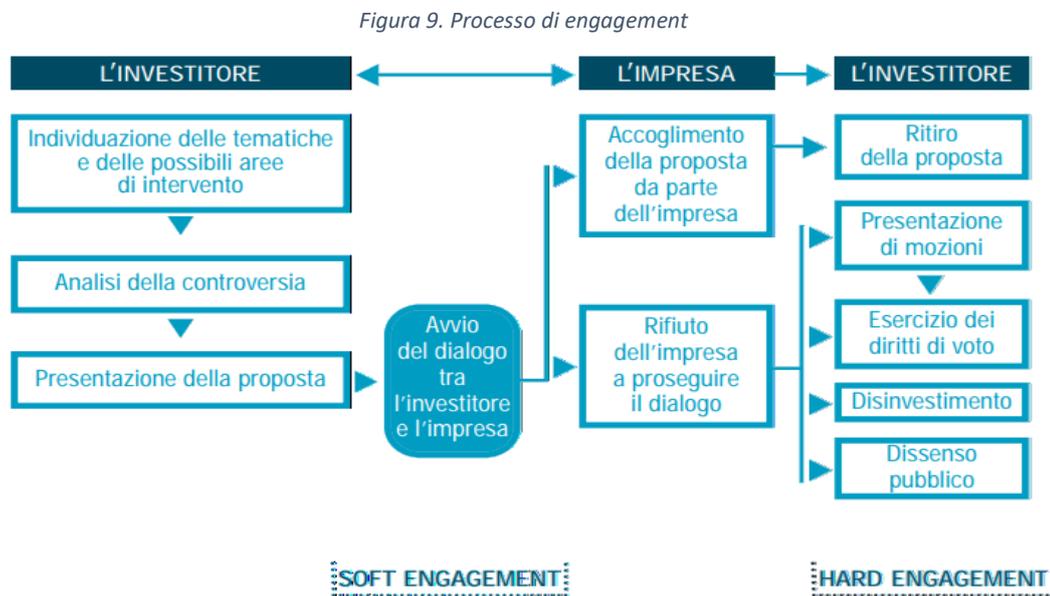
³⁸ Secondo il sito <https://www.assogestioni.it/articolo/principi-italiani-di-stewardship>, questi principi si ricollegano anche alla direttiva europea *Shareholder Rights Directive II* perché ne condividono l’obiettivo di stimolare un engagement attivo in un’ottica di lungo periodo e ne ha anche anticipato alcuni aspetti come la necessità di adottare un *engagement policy* e degli obblighi di trasparenza dei gestori di attivi nei confronti dei propri clienti/investitori.

³⁹ Si veda https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/principi_ita_stewardship072019.pdf

consulenti dell'emittente; tramite riunioni con i competenti membri degli organi di amministrazione e controllo. Tuttavia, qualora queste forme di dialogo non conducano ad esiti soddisfacenti, gli investitori possono ricorrere a forme di engagement più incisive come: il rilascio di una dichiarazione pubblica prima o durante l'assemblea generale; la presentazione di risoluzioni alle assemblee degli azionisti; la richiesta di convocazione di un'assemblea o l'integrazione dell'ordine del giorno di un'assemblea già convocata.

Tutte queste attività sono solitamente raggruppate in due macro categorie di engagement: *soft engagement* ed *hard engagement*. Nella prima categoria rientrano quelle attività che Assogestioni raccomanda per l'avvio di un dialogo con le società quotate, gli incontri periodici su tematiche specifiche, le conference call e l'invio di richieste scritte. Nella seconda categoria invece si trovano le azioni più incisive di azionariato attivo, quali l'esercizio del diritto di voto, la presentazione di mozioni per l'integrazione dell'ordine del giorno e l'intervento in assemblea.

L'attività di engagement, sviluppandosi in un arco temporale di medio-lungo periodo, costituisce un vero e proprio 'processo di engagement' sintetizzabile nella figura che segue:



Fonte: Forum per la Finanza Sostenibile, *Linee Guida per la Forme Pensionistiche Complementari. L'engagement. Una strategia di investimento sostenibile e responsabile orientata al cambiamento, 2013.*

Si inizia con una fase preparatoria durante la quale l'investitore individua i temi ambientali, sociali e di governance su cui intende dialogare e raccoglie quante più informazioni possibili attraverso la consultazione di agenzie di rating ESG o data provider e la lettura di report periodicamente pubblicati dalle società stesse, come il bilancio di sostenibilità o la dichiarazione non finanziaria.

A questo punto, se emergono dei dubbi, si procede con l'invio di una richiesta formale di informazioni all'azienda stessa sul tema,

tra quelli definiti nella fase preliminare, che risulta particolarmente controverso: si avvia così il processo di engagement.

Nel migliore dei casi l'azienda risponde in modo adeguato e puntuale alla richiesta di informazioni della controparte che quindi decide di ritirare la propria richiesta perché capisce che la società è sensibile alla tematica sollevata e se ne sta già interessando.

Se la risposta è soddisfacente ma ci sono ancora dei punti non del tutto chiari, si procede con l'attuazione di ulteriori pratiche di soft engagement come incontri telefonici o di persona per approfondire la questione. Questi incontri possono risultare molto utili per la società perché possono mettere in evidenza delle tematiche di sostenibilità inizialmente considerate poco rilevanti rispetto al business aziendale ma che, grazie a questo dialogo, vengono valutate sotto una nuova prospettiva. Infatti, se la società capisce l'importanza della problematica sollevata, può impegnarsi ad elaborare una strategia per risolverla e raggiungere così un nuovo obiettivo di sostenibilità. Questo rappresenta un successo perché dalle azioni di soft engagement si genera un cambiamento nel comportamento aziendale a favore della sostenibilità.

In situazioni più negative può capitare che le risposte fornite dall'azienda non siano né esaustive né soddisfacenti, perché ad esempio si limitano a rimandare a una sezione del sito aziendale relativa al tema in questione senza dare un'effettiva risposta alla domanda specifica che era stata posta, o che l'azienda si rifiuti di avviare il dialogo ignorando la richiesta degli investitori che quindi decidono di procedere con le pratiche di hard engagement in assemblea.

Gli investitori di società quotate italiane che detengono almeno un quarantesimo del capitale sociale possono presentare, entro 10 giorni dalla data di convocazione dell'assemblea, delle richieste di integrazione dell'ordine del giorno così da portare all'attenzione del management e degli altri azionisti le questioni su cui l'impresa nell'arco dell'anno non è stata in grado di fornire una risposta. In alternativa possono procedere con un intervento in assemblea durante la discussione dei vari punti all'ordine del giorno. La possibilità di intervenire è un diritto riconosciuto a tutti gli azionisti presenti all'assemblea indipendentemente dal numero di azioni possedute e permette di sensibilizzare sia il management che gli altri azionisti su aspetti ambientali, sociali e di governance.

All'intervento può seguire anche la manifestazione della propria intenzione di voto, esplicitando le ragioni alla base della scelta.

Giunti a questo punto, se la società non si dimostra disposta a collaborare e a cambiare atteggiamento, gli azionisti possono avviare delle azioni di dissenso pubblico, come ritorni mediatici negativi o boicottaggi dei suoi prodotti, nonché iniziative di disinvestimento. Considerando le ripercussioni negative che certe tipologie di attività possono avere sulle aziende, è bene che queste ultime accolgano i tentativi di dialogo dei propri azionisti.

A sostegno di tale tesi si schiera anche il rapporto *"How ESG Engagement Creates Value for Investors and Companies"*⁴⁰, commissionato dal PRI delle Nazioni Unite e realizzato dalla *Cass Business School* di Londra che mette in evidenza come l'engagement agevoli lo scambio di informazioni tra società e investitori, aiuti a produrre e diffondere nuove conoscenze ESG e faciliti diverse relazioni interne ed esterne per le società. Uno degli autori di questo elaborato, il professor Jean-Pascal Gond, afferma che il coinvolgimento degli stakeholder porta a grandi benefici non

⁴⁰ Gond J.P., O'Sullivan N., Slager R., Viehs M., Homanen M., Mosony S., *How ESG engagement creates value for investors and companies*, Principle for Responsible Investment, Londra, 2018 disponibile al link <https://www.unpri.org/download?ac=4637>

solo in termini finanziari, ma anche in altri campi come la comunicazione, l'apprendimento e l'impatto politico.

2.2 - La metodologia: l'articolo di Anne Lafarre e Christoph Van der Elst del 2018.

Come evidenziato precedentemente, l'Olanda è uno dei Paesi con l'ammontare più alto di patrimonio gestito attraverso la strategia *Engagement and Voting* ed è per questo interessante verificare l'effettivo coinvolgimento degli azionisti nella promozione della sostenibilità e individuare quali sono i temi ESG per loro più rilevanti.

Un'analisi su questo tema, condotta su un campione di società olandesi quotate appartenenti agli indici AEX-25 e AMX-25, è stata presentata nel *working paper* "*Shareholder Sustainability Activism in the Netherlands*"⁴¹ dai professori Laferre e Van der Elst.

Inoltre alcuni studi precedenti, condotti sempre su campioni di società quotate olandesi, dimostrano che pochi azionisti nel corso

⁴¹ Laferre A., Van der Elst C., *Shareholder Sustainability Activism in the Netherlands*, ECGI working paper series in law, 2018.

delle assemblee esercitano il diritto di intervento e che la maggior parte delle domande poste riguarda temi come la strategia aziendale, l'auditing o la retribuzione dei manager. In particolare De Jong, Mertens e Roosenboom (2003)⁴², utilizzando lo stesso campione di Laferre e Van der Elst ma in un arco temporale diverso che va dal 1998 al 2002, analizzano 245 verbali assembleari e concludono che mediamente solo dieci azionisti intervengono in ogni assemblea. Laferre (2017)⁴³ invece si focalizza su un orizzonte temporale più ampio che va dal 2004 al 2015, analizza 556 verbali assembleari e rileva che in media intervengono otto azionisti, i quali fanno circa 42 osservazioni per ogni assemblea.

Nel *working paper* Laferre e Van der Elst, dopo aver analizzato 763 verbali assembleari di 69 diverse società, riferiti ad un arco temporale di tredici anni, hanno notato che nel corso del tempo c'è stato un effettivo aumento della percentuale di domande e osservazioni formulate dagli investitori sul tema sostenibilità

⁴² De Jong A., Mertens G.M.H., Roosenboom P.G.J., *Weinig aandeelhouders houden serieus toezicht*, Economisch Statistische Berichten, 2003.

⁴³ Laferre A.J.F., *The AGM in Europe: Theory and Practice of Shareholder Behaviour*, Emerald Publishing Limited, Bingley, 2017.

aziendale che è passata da circa il due per cento nel 2004 a oltre il venti per cento nel 2017.

In un passaggio successivo gli autori classificano gli interventi in base alla loro natura. Dall'analisi emerge che quasi il 31% delle domande assembleari si riferiscono alla responsabilità sociale, il 26,8% alla sostenibilità ambientale e il 39,3% alla sostenibilità globale, la categoria generale che raccoglie le domande che possono riferirsi a più di uno degli argomenti sopra citati. Poiché però diversi sono i fattori che influiscono sul tema sostenibile della domanda assembleare, come il settore aziendale di appartenenza ad esempio, gli autori riclassificano gli interventi considerando questo ulteriore aspetto o anche la capitalizzazione di mercato, riscontrando una relazione positiva tra quest'ultimo fattore e il numero di domande sulla sostenibilità poste dagli azionisti.

Dal momento che recentemente anche in Italia si è registrata un'importante evoluzione della strategia *Engagement and Voting*, può essere interessante condurre un'analisi che trae spunto da quella presentata nel *working paper* di Laferre e Van der Elst ma

si riferisce ad un campione di società italiane quotate sul mercato telematico azionario (MTA).

Il focus anche in questo caso è la pratica di *hard engagement* che prevede l'intervento in assemblea, perciò sono stati reperiti 436 verbali assembleari direttamente dal sito web ufficiale delle diverse società e dai due Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR) autorizzati dalla Consob⁴⁴, eMarket e 1Info. I verbali scaricati sono relativi all'assemblea generale degli azionisti che viene convocata annualmente per l'approvazione del bilancio di esercizio e, in particolare, 225 dei verbali totali fanno riferimento ai bilanci chiusi al 31/12/2017 mentre 211 riguardano i bilanci chiusi al 31/12/2018.⁴⁵

La lettura di questi verbali ha portato all'individuazione di 1991 interventi assembleari di cui soltanto 783 sono inerenti ai temi ESG.

Bisogna precisare che in questo conteggio sono stati presi in esame soltanto gli interventi effettuati durante il momento della

⁴⁴ Si veda <http://www.consob.it/web/area-pubblica/sistemi-di-diffusione-delle-informazioni-regolamentate-sdir>

⁴⁵ L'incongruenza tra il numero di verbali disponibili per i due diversi anni deriva dal fatto che nel periodo di analisi alcune delle società coinvolte sono state oggetto di *delisting* o hanno avviato una procedura di amministrazione straordinaria e concordato preventivo per cui il funzionamento dell'assemblea è stato sospeso.

discussione dei vari punti all'ordine del giorno mentre sono state trascurate tutte le osservazioni di carattere organizzativo, poste ad esempio in fase di apertura per contestare o suggerire diverse modalità di svolgimento dell'assemblea, per chiedere l'aumento dei minuti di intervento o l'omissione della lettura di alcune relazioni, e le domande pre-assembleari che i soci hanno il diritto di inviare alla società nei giorni precedenti la data dell'assemblea. Per quanto riguarda invece le repliche alle risposte del presidente, se provengono dagli stessi soggetti che hanno preso la parola durante la discussione allora si aggregano all'intervento principale e non concorrono alla formazione del conteggio finale, mentre se sono poste da un nuovo soggetto si considerano come un intervento aggiuntivo. In ultimo, se un punto all'ordine del giorno è suddiviso in più sottopunti, questi si racchiudono in un unico punto e di conseguenza, se una stessa persona è intervenuta in ogni sottopunto, il suo si considera come un unico intervento.

Individuato il totale degli interventi, per capire quali di questi considerare sostenibili sono state utilizzate le tematiche ESG individuate nella tabella 2 del paragrafo 1.3. Se un intervento

presenta almeno una di quelle tematiche, o comunque tratta aspetti ad esse assimilabili, viene categorizzato come sostenibile.

Utilizzando sempre la stessa tabella, al fine di limitare la soggettività derivante dal dover trasformare dei dati qualitativi in quantitativi, l'analisi si approfondisce con una suddivisione degli interventi in base agli aspetti ESG trattati. Tuttavia dalla lettura è emerso che la maggior parte degli interventi presenta delle domande e delle osservazioni che si riferiscono ad almeno due delle tre dimensioni "E", "S" e "G". Perciò, per evitare la perdita di dati che si verificherebbe nel caso in cui si costruisse un'ulteriore categoria onnicomprensiva delle tre dimensioni, si è proceduto con la scomposizione dell'intervento, il conteggio degli argomenti trattati e la classificazione di questi ultimi in E, S o G. Sia chiaro che in questo conteggio non è rilevante il numero di temi citati per ogni dimensione (E, S o G) poiché ciò che conta è soltanto che l'intervento sostenibile abbia in generale coinvolto almeno un argomento rientrante in una di queste tre dimensioni⁴⁶. Ciò vuol

⁴⁶Ad esempio, se durante il proprio intervento una persona che sta citando l'aspetto *environmental* fa riferimento a più temi come il trattamento dei rifiuti, la decarbonizzazione o l'energia elettrica, questo viene considerato come un unico argomento E perché sono semplicemente stati toccati più elementi di una stessa macro-area.

dire che, partendo da un unico intervento sostenibile, si possono ricavare fino ad un massimo di tre argomenti ESG.

Man mano che si individuano gli argomenti, questi vengono considerati prima complessivamente e poi suddivisi in base alla dimensione trattata.

Al termine della lettura, i dati estrapolati confluiscono all'interno di una tabella i cui importi finali, ottenuti dalla somma degli stessi valori relativi a tutte le società del campione nei due anni considerati, sono riportati di seguito.

Tabella 4. Riepilogo dei dati 2017

Totale interventi	Totale interventi sostenibili	Totale argomenti ESG	Totale Environmental	Totale Social	Totale Governance
1097	435	541	108	176	257

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 5. Riepilogo dati 2018

Totale interventi	Totale interventi sostenibili	Totale argomenti ESG	Totale Environmental	Totale Social	Totale Governance
894	348	453	107	141	205

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 6. Riepilogo complessivo dei due anni in esame

Totale interventi	Totale interventi sostenibili	Totale argomenti ESG	Totale Environmental	Totale Social	Totale Governance
1991	783	994	215	317	462

Fonte: Elaborazione personale

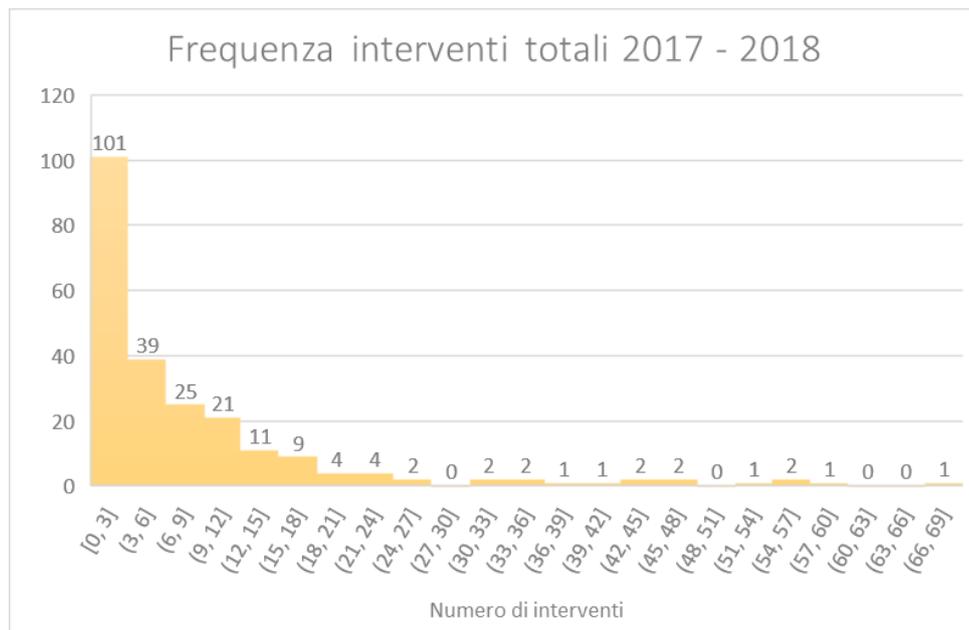
Il paragrafo successivo approfondisce l'analisi presentando anche una riclassificazione dei dati in base al livello di capitalizzazione e al settore di appartenenza delle società del campione.

2.3 - Risultati della ricerca

In base al numero totale di verbali analizzati (1991), relativi ai due anni di campionamento, si deduce che in media vengono fatti 4-5 interventi per assemblea; tuttavia se consideriamo il numero di società nel campione (231) la media di interventi aumenta a 8,62 con una deviazione standard di 11,58 ad indicare che ci sono differenze significative tra le assemblee delle diverse società. Ad esempio ci sono ben 25 società del campione che presentano 0 interventi mentre altre 10 hanno dai 40 ai 69 interventi complessivi. Per essere più precisi è utile parlare in termini di percentili: il 25° percentile, ossia il 1° quartile, è pari a 2; il 50° percentile, 2° quartile nonché mediana che divide la distribuzione in due parti uguali, ha un valore di 5; il 75° percentile, o 3° quartile, è 10; il 95° percentile è pari a 35 e il 99° percentile è 55. La società con il maggior numero di interventi complessivi

nell'arco dei due anni è Intesa Sanpaolo che ne presenta ben 69. In ultimo, dalla figura 10 che calcola la frequenza degli interventi raggruppandoli in più classi, si nota un'evidente distribuzione asimmetrica positiva di tali dati che presentano un indice di asimmetria pari a 2,68.

Figura 10. Frequenza degli interventi totali 2017 - 2018



Fonte: Elaborazione personale

Dei 1991 interventi assembleari individuati, quasi il 40% (39,33%) è classificato come "sostenibile". In particolare, la percentuale degli interventi sostenibili rispetto a quelli totali, nella limitatezza dell'arco temporale considerato, rimane costante nel corso dei due anni: nel 2017 si aggira intorno al 39,65% mentre nel 2018 scende al 38,93%.

Bisogna anche considerare che tra i due anni c'è uno scarto di 203 interventi totali che, tuttavia, non sembra influire sull'aspetto sostenibile dell'analisi. Infatti, nonostante la riduzione di 87 interventi sostenibili tra il 2017 e il 2018, in percentuale, la quantità di argomenti ESG trattati rispetto agli interventi sostenibili svolti è aumentata dal 124,37% nel 2017 al 130,17% nel 2018. Questo sta ad indicare che, nonostante da un anno all'altro sia diminuito il numero di soci che ha deciso di esercitare il proprio diritto di intervento in assemblea, le domande e le osservazioni poste nel corso del 2018 si sono concentrate maggiormente sui temi ESG.

Partendo dai 783 interventi sostenibili complessivi, sono stati individuati 994 argomenti ESG di cui 462 (il 46,48%) attengono all'aspetto di *governance*, 317 (il 31,89%) alla dimensione *social* e 215 (il 21,63%) all'ambiente. Complessivamente, la società Eni S.p.A. presenta il maggior numero di interventi sostenibili (49) e argomenti ESG trattati (84) nonché il valore più alto per ogni sotto-categoria: 31E, 33S e 20G.

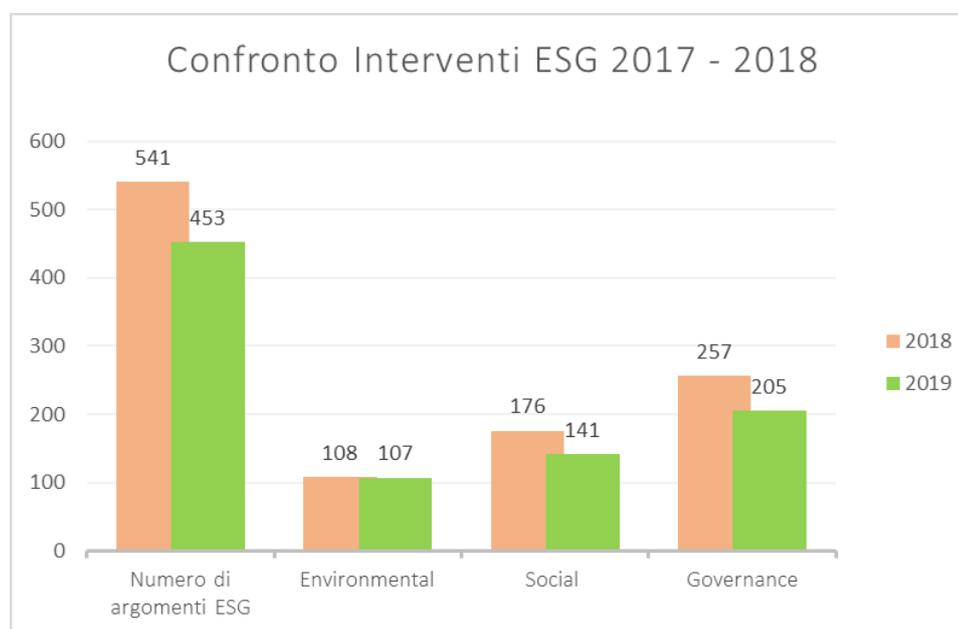
Tabella 7. Riepilogo valori più alti 2017 + 2018

2017 + 2018	Interventi totali	Interventi sostenibili	Argomenti ESG	E	S	G
Valore più alto	69	49	84	31	33	20
Società	INTESA SANPAOLO	ENI	ENI	ENI	ENI	ENI

Fonte: Elaborazione personale

Per scendere più nel dettaglio tuttavia è utile riportare il seguente grafico che confronta la quantità di argomenti ESG trattati nel corso dei due anni e fa una suddivisione per singolo fattore:

Figura 11. Confronto argomenti ESG 2017 - 2018



Fonte: Elaborazione personale

Come si può notare, in entrambi gli anni, l'argomento *governance* è stato il più citato, seguito dall'aspetto sociale ed infine da quello ambientale.

Nel 2017 gli azionisti delle società quotate sul mercato telematico azionario (MTA) hanno effettuato 435 interventi sostenibili da cui sono stati individuati 541 argomenti ESG: il 19,96% richiama il tema *environmental*, il 32,53% il tema *social* e il 47,50% il tema *governance*. Come riportato nella Tabella 8, il maggior numero di interventi sostenibili (23) sono stati effettuati durante l'assemblea generale della società Eni S.p.A. che ha il primato anche per il numero di argomenti ESG trattati (41) e per la tematica social (15). Diversamente la società Enel S.p.A. presenta il valore più alto di argomenti ambientali (15) e di governance (13) citati nel corso dell'assemblea.

Tabella 8. Riepilogo valori più alti 2017

2017	Interventi totali	Interventi sostenibili	Argomenti ESG	E	S	G
Valore più alto	35	23	41	15	15	13
Società	UNICREDIT	ENI	ENI	ENEL	ENI	ENEL

Fonte: Elaborazione personale

Nel 2018 gli interventi sostenibili sono stati 348 ed hanno trattato 453 argomenti ESG di cui il 23,62% sono relativi all'ambiente, il 31,13% all'aspetto *social* e il 45,25% alla *governance*. In questo caso, come riportato nella Tabella 9, Eni S.p.A. presenta il valore

più alto sia di argomenti ESG, anche per ogni singola categoria, che di interventi sostenibili effettuati.

Tabella 9. Riepilogo valori più alti 2018

2018	Interventi totali	Interventi sostenibili	Argomenti ESG	E	S	G
Valore più alto	35	26	43	17	18	8
Società	INTESA SANPAOLO	ENI	ENI	ENI	ENI	ENI

Fonte: Elaborazione personale

Dalle tabelle riportate si nota che i valori più alti del tema *governance* sono comunque sempre più bassi rispetto a quelli delle dimensioni *social* ed *environmental*, nonostante la figura 10 dimostri che tale aspetto è quello maggiormente citato nei verbali. La spiegazione di ciò si trova nel calcolo della media, della *standard deviation* e del coefficiente di variazione. Considerando entrambi gli anni, la media di argomenti “G” trattati rispetto al numero totale di società del campione è pari a 2 con una deviazione standard di 2,81. Diversamente la media degli argomenti “S” è 1,37 con una deviazione standard ben più alta pari a 3,55 mentre, per quanto riguarda “E”, la media in base al numero di società è pari a 0,93 e lo scarto quadratico medio è di 3,01. A questo punto si deduce che il coefficiente di variazione del tema *governance*, dato dal rapporto tra DS e media, è più basso

rispetto a quello degli altri due argomenti e questo significa che c'è poca dispersione dei dati "G" attorno al valore medio rispetto ai temi *environmental e social*.

Tabella 10. Media, Deviazione Standard e Coefficiente di Variazione 2017 + 2018

2017 + 2018	Interventi totali	Interventi sostenibili	Argomenti ESG	E	S	G
Media rispetto al numero di società	8,62	3,39	4,30	0,93	1,37	2
DS	11,58	29,00	8,58	3,01	3,55	2,81
Coefficiente di variazione	1,34	8,56	1,99	3,23	2,58	1,41

Fonte: Elaborazione personale

La Tabella 11 elenca i temi ESG citati durante gli interventi effettuati nel corso delle assemblee di approvazione del bilancio di entrambi gli anni considerati per il campionamento⁴⁷.

Tabella 11. Tematiche ESG affrontate

Somma 2017 + 2018					
Tema Environmental	Quantità	Tema Social	Quantità	Tema Governance	Quantità
energie rinnovabili/ transizione energetica	59	rapporto con le comunità locali e il territorio	59	criteri ESG nell'attività del CdA	16
politiche ambientali sostenibili e tutela dell'ambiente e della salute	45	coinvolgimento degli azionisti	47	problemi di forme contrattuali	10

⁴⁷ I totali di questa tabella non coincidono con quelli presentati nella Figura 10 o nella Tabella 6 perché sono calcolati in maniera differente. Mentre infatti nella presente tabella sono stati elencati tutti i temi citati in ciascun intervento per tutti gli aspetti ambientali, sociali e di governance, nella Tabella 3 si è tenuto conto soltanto del fatto che un determinato intervento presentasse almeno un tema legato ad una delle tre dimensioni per classificarlo come sostenibile e inserirlo tra gli argomenti ESG.

rifiuti	13	sicurezza e salute dei cittadini	25	problemi giudiziari (truffe, contenziosi)	41
ridurre l'uso e lo spreco della plastica	5	promozione della cultura	9	remunerazione sindaci	59
riduzione delle emissioni (decarbonizzazione)	62	attenzione ai dipendenti	97	nomina amministratori	48
mobilità sostenibile	7	formazione, collaborazioni	44	adeguamento / violazioni normative	17
recupero delle materie prime	6	ricambio generazionale	8	remunerazione amministratori	73
tema idrico	21	attenzione alle categorie protette	10	donne con cariche di responsabilità	11
innovazione sostenibile	21	consapevolezza /sicurezza dei clienti	21	smart working	8
rivoluzione digitale	27	attenzione nella scelta dei fornitori	9	rappresentazione piccoli azionisti	22
cambiamento climatico	21	engagement su tematiche ESG	7	retribuzioni squilibrate / eccessive	50
armi	6	welfare	11	obiettivi ESG nella remunerazione	25
malnutrizione	13	gap di genere	22	età dei membri del board	4
inquinamento/ combustibili	33	ricerca e sviluppo, beneficenza	12	bilancio di sostenibilità/DNF	17
foreste	10	natalità/anziani	8	valutazioni e certificazioni su temi etici (CDP)	10
economia circolare	5	famiglie e imprese	27	rapporto management - politica	15
		giovani, esodo all'estero	27	procedure di controllo (informatiche, infortuni, ispezioni)	47
		attenzione al Sud Italia o Paesi poveri	10	cariche di responsabilità non adeguate, rapporti di parentela	21
		razzismo, discriminazione (LGBT)	8	nomina sindaci	24
				corruzione, riciclaggio, criminalità	29
				green bond, investimenti ESG	8
				indicatore GRI	9
TOTALE	354	TOTALE	461	TOTALE	564
				Escluse nomine e remunerazioni amministratori e sindaci	360

Fonte: *Elaborazione personale*

Nell'ambito ambientale è stato citato principalmente il tema della decarbonizzazione e dell'energia rinnovabile. Dal punto di vista sociale, gli investitori si sono focalizzati molto sul rapporto tra azienda e comunità locali, ma anche tra azienda e stakeholder intesi come dipendenti, azionisti e fornitori. In ultimo, circa la dimensione governance bisogna fare una precisazione perché gli argomenti maggiormente citati riguardano la remunerazione e la nomina dei sindaci e degli amministratori. Tuttavia questi aspetti sono stati affrontati in assemblea, durante il corrispondente punto all'ordine del giorno, poiché era giunto a scadenza il mandato dell'organo competente e bisognava rinnovarlo. Gli investitori quindi, principalmente quelli di maggioranza, sono intervenuti per presentare la propria lista di candidati e proporre una possibile remunerazione: questi interventi sono stati considerati sostenibili perché affrontano aspetti di governance a cui gli investitori prestano particolare attenzione. Al di là di questi argomenti, i temi di governance più citati riguardano le procedure di controllo sia per gli infortuni sul luogo di lavoro che per gli attacchi informatici subiti o che possono essere subiti dall'azienda. Di particolare

interesse è anche il tema della corruzione, riciclaggio e criminalità nonché l'eccessiva retribuzione o l'inadeguatezza professionale di chi ricopre un ruolo apicale nella gestione aziendale.

Il settore in cui opera un'azienda può determinare la quantità di domande relative alla sostenibilità poste durante le assemblee. Per questo motivo l'analisi è stata approfondita raggruppando le società del campione in 11 settori: *Communication Services, Consumer Discretionary, Consumer Staples, Energy, Financials, Health Care, Industrials, Information Technology, Materials, Real Estate ed Utilities*.

Le seguenti tabelle esprimono i risultati della riclassificazione degli interventi in base al settore di appartenenza delle società nei diversi anni.

Tabella 12. Riclassificazione degli interventi in base al settore 2017

Settore	Società	Interventi totali	Interventi sostenibili	Argomenti ESG	E	S	G
Communication Services	27	155	49	54	2	20	32
Consumer Discretionary	41	113	43	47	4	9	34
Consumer Staples	10	26	10	13	2	6	5
Energy	4	43	30	48	14	15	19
Financials	40	371	137	164	25	75	64
Health Care	8	19	6	6	0	0	6
Industrials	50	155	56	65	11	17	37
Information Technology	16	34	15	16	3	1	12
Materials	10	33	13	19	5	5	9

Real Estate	11	32	8	8	2	0	6
Utilities	14	116	68	101	40	28	33
TOTALE	231	1097	435	541	108	176	257

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 13. Riclassificazione degli interventi in base al settore 2018

Settore	Società	Interventi totali	Interventi sostenibili	Argomenti ESG	E	S	G
Communication Services	27	146	34	36	4	10	22
Consumer Discretionary	41	91	40	47	11	8	28
Consumer Staples	10	16	7	8	2	1	5
Energy	4	32	29	47	18	19	10
Financials	40	287	101	118	19	54	45
Health Care	8	11	5	7	1	1	5
Industrials	50	123	48	66	15	16	35
Information Technology	16	16	6	6	0	0	6
Materials	10	31	11	16	5	2	9
Real Estate	11	29	3	3	0	0	3
Utilities	14	112	64	99	32	30	37
TOTALE	231	894	348	453	107	141	205

Fonte: Elaborazione personale

Tabella 4. Riclassificazione degli interventi in base al settore 2017 + 2018

Settore	Società	Interventi totali	Interventi sostenibili	Argomenti ESG	E	S	G
Communication Services	27	301	83	90	6	30	54
Consumer Discretionary	41	204	83	94	15	17	62
Consumer Staples	10	42	17	21	4	7	10
Energy	4	75	59	95	32	34	29
Financials	40	658	238	282	44	129	109
Health Care	8	30	11	13	1	1	11
Industrials	50	278	104	131	26	33	72
Information Technology	16	50	21	22	3	1	18
Materials	10	64	24	35	10	7	18
Real Estate	11	61	11	11	2	0	9
Utilities	14	228	132	200	72	58	70
TOTALE	231	1991	783	994	215	317	462

Fonte: Elaborazione personale

Come si può notare, il numero di società per ciascun settore non è omogeneo, ma si passa dal settore energetico che contiene

solo 4 società a quello industriale che ne comprende 50. Per questo motivo è utile costruire un'ulteriore tabella che rapporta il numero di interventi totali e sostenibili effettuati rispetto al numero di società che costituiscono i diversi settori:

Tabella 15. Rapporto interventi/società per ciascun settore 2017 + 2018

Settore	Interventi Totali / Società	Interventi Sostenibili / Società
Communication Services	11,15	3,07
Consumer Discretionary	4,98	2,02
Consumer Staples	4,20	1,70
Energy	18,75	14,75
Financials	16,45	5,95
Health Care	3,75	1,38
Industrials	5,56	2,08
Information Technology	3,13	1,31
Materials	6,40	2,40
Real Estate	5,55	1,00
Utilities	16,29	9,43

Fonte: Elaborazione personale

Dalla tabella 15 si deduce che il settore energetico presenta il valore più alto di interventi totali e sostenibili effettuati rispetto al numero di società che lo compongono. Ciò è influenzato dal fatto che vi si trova l'azienda che presenta il maggior numero di interventi sostenibili, Eni S.p.A. Diversamente le altre società del settore energetico, come riporta la tabella 16, non presentano un elevato numero di interventi nel corso dei due anni:

Tabella 16. Focus settore energetico 2017 + 2018

Società	Settore	Interventi totali	Interventi sostenibili	Argomenti ESG	E	S	G
Eni	Energy	53	49	84	31	33	20
Gas Plus	Energy	8	2	3	1	1	1
Saipem	Energy	8	4	4	0	0	4
Saras - Raffinerie Sarde	Energy	6	4	4	0	0	4
TOTALE		75	59	95	32	34	29

Fonte: Elaborazione personale

È anche interessante notare che il settore energetico è l'unico in cui la dimensione *governance* è la meno citata. Prevale infatti la dimensione sociale subito seguita da quella ambientale.

Successivamente nella classifica si trova il settore finanziario che, con 40 società nel campione, 658 interventi totali e 238 sostenibili (valori massimi in termini assoluti), presenta il secondo rapporto più alto tra interventi totali e aziende considerate. In effetti, al di là dell'elevata numerosità che caratterizza questo settore, le società con il più alto numero di interventi totali, sia per il 2017 che per il 2018, sono entrambe delle banche. Inoltre all'interno del settore finanziario si trovano ben 7 società, riportate nella tabella 17, che superano il 95° percentile, pari a 35 interventi totali, individuato inizialmente:

Tabella 17. Società del settore finanziario che superano il 95° percentile

Società	Settore	Interventi totali	Interventi sostenibili	Argomenti ESG	E	S	G
---------	---------	-------------------	------------------------	---------------	---	---	---

Assicurazioni Generali	Financials	44	22	28	13	6	9
Banca Monte dei Paschi di Siena	Financials	55	31	39	1	21	17
Banco BPM	Financials	43	19	22	2	15	5
Intesa Sanpaolo	Financials	69	34	40	8	21	11
Mediobanca - Banca di Credito Finanziario	Financials	35	9	11	1	5	5
Società Cattolica di Assicurazione	Financials	40	9	9	1	5	3
Unicredit	Financials	60	17	19	6	6	7

Fonte: Elaborazione personale

Particolarmente interessante è il settore delle *Utilities* che, pur comprendendo solo 14 società, presenta il secondo rapporto più alto tra interventi sostenibili complessivamente effettuati nel corso dei due anni e numerosità campionaria. All'interno di questa categoria è inclusa la società Enel S.p.A. che, come detto precedentemente, presenta il numero più alto di riferimenti ai temi *environmental* e *governance* per l'anno 2017 e questo è sicuramente il dato più rilevante che influenza la classifica.

Diversamente il settore industriale, pur essendo il più ampio con ben 50 società, si colloca nella zona centrale della classifica con un rapporto tra interventi effettuati e sostenibili e numerosità campionaria pari rispettivamente a 5,56 e 2,08.

I settori *Health Care* e *Real Estate*, composti rispettivamente da 8 e 11 società, sono contraddistinti dal minor numero di interventi

sostenibili e di argomenti ESG trattati, in termini assoluti, nel corso delle assemblee di approvazione del bilancio del 2017 e del 2018. Addirittura nelle società della categoria *Real Estate* non sono mai stati affrontati argomenti relativi al tema *social*.

Tuttavia, dal rapporto tra il numero di interventi effettuati e il numero di società componenti una determinata categoria, si nota che è il settore dell'*Information Technology* a presentare il valore più basso; rapportando invece il numero di interventi sostenibili con il totale delle società, si nota che è il settore *Real Estate* ad avere il minor valore.

Dal punto di vista delle singole componenti *environmental*, *social* e *governance*, considerando la somma dei due anni analizzati, si evince che il settore delle *Utilities* presenta il maggior numero di interventi sul tema ambientale, mentre il settore *Financials* sui temi sociali e di governance. Al contrario, il valore più basso degli argomenti "E" si trova nel settore *Health Care*, mentre per gli aspetti "S" e "G" nel settore *Real Estate*.

Oltre alle differenze tra settori, è stato analizzato anche l'effetto della capitalizzazione di mercato⁴⁸ sulla quantità di osservazioni e domande poste durante le assemblee per entrambi gli anni di campionamento. In base ai quartili, sono state individuate quattro categorie di capitalizzazione: bassa, medio-bassa, medio-alta ed alta.

Nel 2017 i quattro gruppi di capitalizzazione sono composti da 50 società ciascuno e le soglie considerate sono le seguenti:

- bassa capitalizzazione, inferiore a 113,01 milioni di euro.
- medio-bassa capitalizzazione, compresa tra 113,01 e 354,96 milioni di euro.
- medio-alta capitalizzazione, compresa tra 354,96 e 2.079,88 milioni di euro.
- alta capitalizzazione, superiore a 2.079,88 milioni di euro.

Il valore più alto di capitalizzazione è 52.155,07 milioni di euro di ENI S.p.A., mentre il valore più basso è 3,05 milioni di euro di PLC S.p.A.

⁴⁸ Per individuare la capitalizzazione di mercato, alla data del 31/12/2017 e del 31/12/2018, è stato utilizzato il software AIDA_Bureau van Dijk ma, in entrambi i casi, il valore risulta non disponibile per 25 società del campione. Questo significa che il primo anno sono categorizzate nelle quattro classi di capitalizzazione solo 200 società, mentre il secondo anno 186.

Il grafico seguente mostra la classificazione degli interventi del 2017 in base ai livelli di capitalizzazione sopra esposti:

Figura 12. Riclassificazione degli interventi in base al livello di capitalizzazione 2018



Si nota una relazione positiva tra il livello di capitalizzazione e il numero di domande e osservazioni totali poste in assemblea, confermata anche dall'indice di correlazione che ha un valore pari a 0,59. Il 38,29% degli interventi totali (420) sono stati posti nelle assemblee delle società ad elevata capitalizzazione, mentre solo il 13,86% (152) deriva dalle società a bassa capitalizzazione; 187 e 199 sono gli interventi relativi ad aziende con capitalizzazione, rispettivamente, medio-bassa e medio-alta. Questo andamento

crescente rispetto al livello di capitalizzazione si evince anche per gli interventi sostenibili e per gli argomenti ESG trattati.

La sezione *environmental* è particolarmente interessante poiché evidenzia che il maggior numero di interventi su questo aspetto, ben 79 (il 73,15% rispetto al totale), sono stati effettuati nelle società ad alta capitalizzazione mentre nelle altre classi di capitale non sono stati superati i 10 interventi. Addirittura nelle società a bassa capitalizzazione si è accennato al tema ambientale soltanto 3 volte.

La sezione *social* vede un aumento degli interventi effettuati su questo tema da parte delle società appartenenti a tutti e quattro i livelli di capitalizzazione. Tuttavia il gruppo di aziende a bassa capitalizzazione è ancora una volta quello meno coinvolto, con solo 7 interventi, mentre la classe ad alta capitalizzazione rimane predominante con ben 89 interventi.

La sezione sulla *governance* è la più citata in ogni gruppo. In particolare, nel caso delle società a bassa capitalizzazione si nota che l'interesse principale degli investitori è per questo aspetto dato che sono stati effettuati ben 30 interventi rappresentativi del

75% del totale degli argomenti ESG trattati da queste aziende. Anche nelle società a medio-alta e medio-bassa capitalizzazione la sezione *governance* è quella che presenta il maggior numero di interventi, tuttavia, la classe più importante è ancora una volta quella dell'alta capitalizzazione che presenta ben 93 interventi.

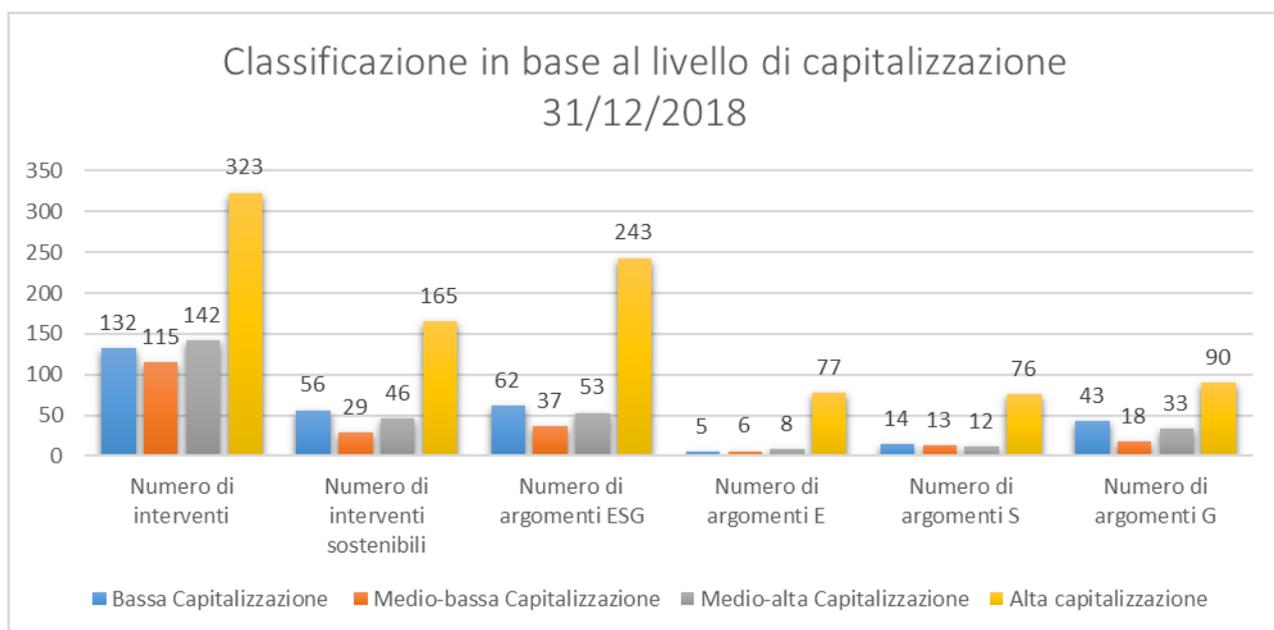
Passando al 2018, le quattro classi di capitalizzazione individuate sono composte da 46 società nelle fasce medie e da 47 società nella fascia alta e bassa. Le soglie considerate per lo sbarramento sono:

- bassa capitalizzazione, inferiore a 77,64 milioni di euro.
- medio-bassa capitalizzazione, compresa tra 77,64 e 253,71 milioni di euro
- medio-alta capitalizzazione, compresa tra 253,71 e 1.519,40 milioni di euro.
- alta capitalizzazione, superiore a 1.519,40 milioni di euro.

ENI S.p.A. rappresenta ancora la società con la capitalizzazione più elevata, mentre EEAM Italia con 2,01 milioni di euro è quella con la capitalizzazione più bassa.

La figura 12 sintetizza i risultati della classificazione per capitalizzazione di mercato degli interventi effettuati nel corso del 2018:

Figura 13. Classificazione degli interventi in base al livello di capitalizzazione 2019



Come si può notare, per il 2018 rimane il fatto che le società ad alta capitalizzazione presentano il maggior numero di interventi e di argomenti ESG trattati. Tuttavia, rispetto al 2017, ci sono delle differenze legate al fatto che non sono le società a bassa capitalizzazione a presentare il minor numero di interventi totali e sostenibili, ma sono le società a medio-bassa capitalizzazione. Non è quindi possibile definire chiaramente l'esistenza di una relazione diretta tra capitalizzazione e interventi effettuati, tuttavia

l'indice di correlazione calcolato presenta ancora un risultato positivo, seppur inferiore all'anno precedente, pari a 0,47.

Anche per il 2018, la sezione *enviromental* presenta la maggior parte delle domande e delle osservazioni poste su questo tema provenienti dalle società ad alta capitalizzazione, mentre nelle altre tre classi non vengono mai superati gli 8 interventi. Più nel dettaglio, le società a bassa capitalizzazione hanno visto un lieve aumento degli interventi rispetto all'anno precedente, che sono passati da 3 a 5, mentre sono diminuiti quelli delle società a media capitalizzazione.

La sezione *social* è di nuovo caratterizzata dalla predominanza degli interventi posti dalle società ad elevata capitalizzazione, mentre per quelle con livelli medi e bassi la quantità di interventi effettuati sul tema è alquanto stabile e si aggira intorno ad una media di 13.

Particolarmente interessante in questo caso invece è la sezione di *governance* dove le società a bassa capitalizzazione presentano il secondo numero più alto di interventi sul tema (43), precedute soltanto dalle società ad alta capitalizzazione (90). D'altro canto

c'è stata una netta diminuzione degli interventi di *governance* da parte delle società a medio-bassa capitalizzazione, passati da 51 a 18, e medio-alta capitalizzazione, ridotti da 56 a 33.

In conclusione, quello che si evince da questi ultimi due grafici è che gli investitori delle società ad alta capitalizzazione sono quelli che maggiormente si interessano a tutti i temi della sostenibilità aziendale. Diversamente, le società a capitalizzazioni medie e basse sembrano interessarsi solo alla terza dimensione dei fattori ESG, ignorando quasi completamente la variabile ambientale ed accennando ben poche volte a quella sociale.

Capitolo 3 – LA RELAZIONE TRA I CRITERI ENVIRONMENTAL, SOCIAL & GOVERNANCE (ESG) E LA CORPORATE FINANCIAL PERFORMANCE (CFP): UN ESERCIZIO ECONOMETRICO

Questo capitolo conclusivo, dopo aver introdotto la letteratura esistente sulla relazione tra sostenibilità e performance finanziaria, descrive il campione e la metodologia utilizzate per effettuare l'analisi empirica svolta al fine di rispondere alla domanda di ricerca alla base di questa tesi che chiede se ad un rating ESG migliore corrisponde un rendimento aziendale più elevato.

3.1 - Rassegna della letteratura

Dalla seconda metà del XX secolo, a seguito dell'evoluzione del concetto di *Corporate Social Responsibility*, diversi autori si sono interessati allo studio del legame tra la responsabilità sociale e la performance economico-finanziaria dell'impresa giungendo però a risultati contrastanti.

Inizialmente studiosi come Gray e Milne (2002)⁴⁹, ad esempio, individuano una relazione negativa tra performance sociale e finanziaria, per cui maggiore è l'impegno dell'azienda nelle politiche sostenibili minori sono i vantaggi economici generati. Questa tesi riflette le conclusioni di Palmer, Oates e Portey (1995)⁵⁰ secondo cui investire in aspetti socialmente responsabili crea costi aggiuntivi per l'azienda riducendone i profitti. Ciò, secondo quanto sostenuto da Friedman (1970), non è accettabile in quanto l'unica responsabilità sociale dell'impresa deve essere proprio la massimizzazione dei profitti per remunerare gli azionisti.

Diversamente autori come Burrit, Hahn e Schaltegger (2002)⁵¹ ritengono che, seppur inizialmente le politiche sostenibili portino l'azienda ad avere costi superiori ai vantaggi economico-finanziari generati, in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo la situazione si inverte e si generino dei benefici in termini di migliori

⁴⁹ Gray R. H., Milne M., *Sustainability reporting: Who's kidding whom?*, Chartered Accountants Journal of New Zealand, 2002

⁵⁰ Palmer K., Oates W.E., Portey P.R., *Tightening environmental standards: the benefit-cost or the no-cost paradigm?*, Journal of Economic Perspectives, 1995.

⁵¹ Burrit R. L., Hahn T., Schaltegger S., *Toward a comprehensive framework for environmental management accounting – links between business actors and environmental management account tools*, Australian Accounting Review, 2002.

performance. Secondo McWilliams, Siegel e Wright (2006)⁵², i vantaggi derivano da un miglioramento della reputazione che si riflette in positivo sul valore economico aziendale poiché aumenta l'impegno degli stakeholder, dei partner e dei dipendenti. Anche Edams (2011)⁵³ infatti rileva che la soddisfazione dei lavoratori influisce positivamente sulla performance finanziaria dell'impresa.

Altri studiosi ancora, come Eccles e Serafim (2013)⁵⁴, sostengono l'esistenza di una relazione positiva tra l'investimento in politiche di CSR e performance economica, soprattutto nelle società con un alto grado di innovazione. Precedentemente, anche Baron (2008)⁵⁵ aveva rilevato questa positività giustificandola con la considerazione che investire nella RSI da un lato attira i consumatori che apprezzano tali spese e sono disposti a pagare di più per i prodotti offerti dall'azienda e dall'altro lato spinge i dipendenti a lavorare meglio, aumentando così la produttività.

⁵² McWilliams A., Siegel D., Wright P. M., *Corporate Social Responsibility: Strategic Implications*, Journal of Management Studies, 2006.

⁵³ Edams A., *Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices*, Journal of Financial Economics, 2011.

⁵⁴ Eccles R. G., Serafeim G., *The Performance Frontier: Innovating for sustainable Strategy*, Harvard Business Review, 2013.

⁵⁵ Baron D., *Managerial contracting and corporate social responsibility*, Journal of Public Economics, 2008.

Numerosi sono gli studi empirici condotti nel corso degli anni sulla relazione esistente tra performance finanziaria e sostenibilità. La letteratura accademica è ricca di contributi che presentano risultati discordanti. Per questo motivo Friede, Bush e Bassen (2015)⁵⁶ hanno effettuato una meta-analisi su un campione di oltre 2000 studi empirici pubblicati tra il 1970 e il 2014 su questo stesso tema e sono giunti alla conclusione che circa il 90% dei lavori analizzati descrivono una relazione non negativa tra la *corporate financial performance* (CFP) e i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG). In particolare, gli autori riscontrano che la maggior parte di questi studi (circa il 63%) conferma l'esistenza di una relazione positiva tra sostenibilità e performance finanziaria, per cui l'assunzione di responsabilità sociale da parte delle imprese contribuisce positivamente ai risultati aziendali.

Alcuni studi, anziché considerare congiuntamente tutti e tre i fattori ESG, approfondiscono l'analisi sulla relazione tra *social e financial performance* focalizzandosi sulla dimensione ambientale, sociale e di governance separatamente. Anche in questo caso, comunque, i risultati finali sono contraddittori.

⁵⁶ Friede G., Busch T., Bassen, A., *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015.

Schaltegger e Sturm (1992)⁵⁷, ad esempio, ritengono che nessun tipo di politica ambientale possa generare profitti, almeno nel breve-medio periodo, poiché la sua implementazione comporta dei costi imminenti mentre il potenziale ritorno economico è visibile soltanto dopo molto tempo: il guadagno infatti non è sempre certo poiché esiste la possibilità che gli altri concorrenti del mercato adottino dei comportamenti scorretti che vanificano gli sforzi fatti dalla società. Secondo Montabon, Sroufe e Narasimhan (2007)⁵⁸ invece esiste una relazione positiva tra la performance economica e quella ambientale, attuata tramite l'*Environmental Management System* (EMS), anche se questo legame sembra interessare principalmente le aziende che hanno un core business già legato all'ambiente. La meta-analisi di Friede et al. (2015) conclude che: *"If the share of negative findings is deducted from positive ones, environmental studies offer the most favorable relation"*. Con queste parole gli autori intendono affermare che, dei tre fattori "E", "S" e "G", quello ambientale presenta una

⁵⁷ Schaltegger S., Sturm A., *Öko-Controlling als ökonomisch-ökologisches Führungsinstrument*, Management Zeitschrift, 1992.

⁵⁸ Montabon F., Sroufe R., Narasimhan R., *An examination of corporate reporting, environmental management practices and firm performance*, Journal of Operations Management, 2007.

relazione positiva con la performance finanziaria nel maggior numero di studi analizzati nel campione.

Relativamente alla dimensione *social*, Jackson e Schuler (1995)⁵⁹ sostengono che una buona gestione del capitale umano può impattare positivamente sulla performance finanziaria aziendale. A tal proposito Molina e Ortega (2003)⁶⁰ rilevano che le spese di formazione e sviluppo del personale, ma anche la soddisfazione dei dipendenti e la fedeltà dei clienti, aumentano le prestazioni economiche dell'impresa. Herring (2009)⁶¹ invece si focalizza sulle politiche discriminatorie e di genere all'interno della società e riscontra che la diversità ha un impatto positivo sui risultati aziendali. La meta-analisi di Friede et al. (2015) conclude che il fattore sociale, rispetto a quello ambientale e di governance, pur presentando un legame positivo nella maggior parte degli studi analizzati, è quello con "*the weakest relation*".

Infine l'aspetto di governance è stato al centro dell'attenzione soprattutto dopo la crisi finanziaria del 2007/2008 a seguito della

⁵⁹ Jackson S. E., Schuler R. S., *Understanding human resource management in the context of organizations and their environments*, Annual review of psychology, 1995.

⁶⁰ Molina J. A., Ortega, R., *Effects of employee training on the performance of North-American firms*, Applied Economics Letters, 2003.

⁶¹ Herring C., *Does diversity pay?: Race, gender, and the business case for diversity*, American Sociological Review, 2009.

quale è cresciuta l'attenzione degli stakeholder per le politiche di corporate governance attuate dalle società. Yermack (1995)⁶² e successivamente Guest (2009)⁶³ affermano che all'aumentare del numero di amministratori nel *board* diminuisce la performance finanziaria a causa della difficoltà di comunicare e prendere delle decisioni. Per questo gli autori concludono che i *board* di piccole dimensioni lavorano in modo più efficiente e sono quindi in grado di gestire al meglio la società aumentandone i profitti. La relazione tra politiche di governance e performance economica è la più difficile da stimare perché alcune informazioni aziendali sono riservate dato che, se diffuse, possono provocare gravi danni per l'impresa, come la perdita del vantaggio competitivo e degli stessi profitti. La meta-analisi di Friede et al. (2015), negli studi presi in considerazione, riscontra per il fattore 'governance' il numero più alto di relazioni sia positive che negative.

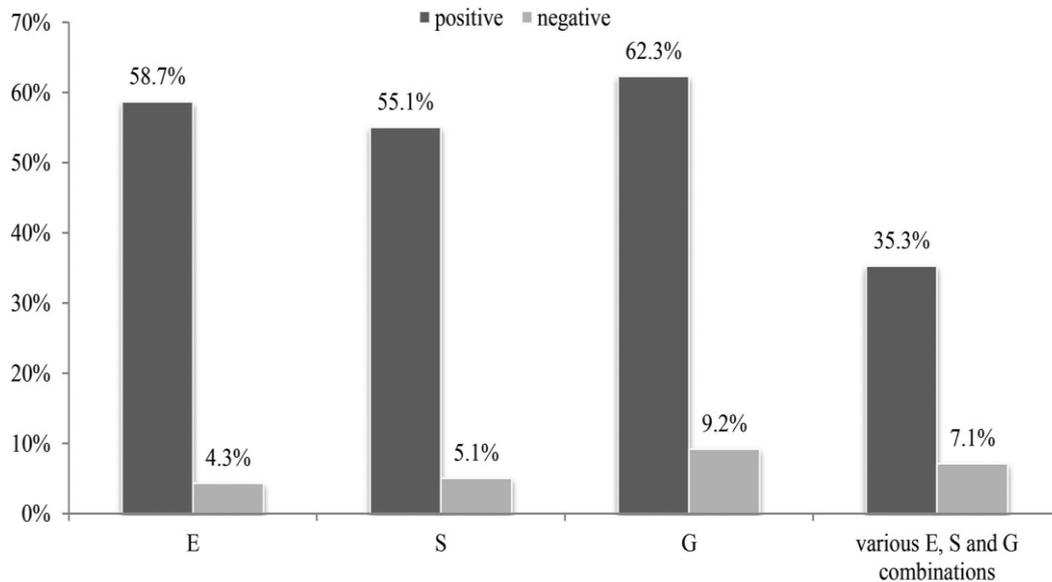
La figura 14 sintetizza i risultati di una parte della meta-analisi di Friede, Busch e Bassen del 2015 e, su un campione di 644 studi, indica la percentuale individuata di relazioni positive e negative tra

⁶² Yermack D., *Do corporations award CEO stock options effectively?*, Journal of financial economics, 1995.

⁶³ Guest P. M., *The impact of board size on firm performance: evidence from the UK*, The European Journal of Finance, 2009.

la performance finanziaria e sostenibile (intesa sia come singola dimensione E, S, G che come combinazione di tutti e tre i fattori).

Figura 14. Relazione fattori "E", "S", "G" e Performance finanziaria



Fonte: Friede G., Busch T., Bassen, A., *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015.

In generale, i risultati più diffusi indicano che le politiche sostenibili hanno un impatto positivo sulla performance aziendale, che passa attraverso il rafforzamento della reputazione e della coesione tra le parti. In termini di profitti, l'attuazione di tali politiche richiede investimenti iniziali ingenti dei quali è impossibile rientrare in tempi brevi. Tuttavia, secondo Moneva, Rivera-Lirio e Muñoz-Torres (2007)⁶⁴, gli investitori sono disposti ad accettare un rendimento

⁶⁴ Moneva, J. M., Rivera-Lirio J. M., Muñoz-Torres M. J., *The corporate stakeholder commitment and social and financial performance*, *Industrial Management & Data Systems*, 2007.

minore nel breve termine perché sanno che per vedere i risultati delle azioni sostenibili poste in essere dalla società c'è bisogno di un periodo di tempo piuttosto ampio. D'altro canto però devono essere certi che l'azienda stia effettivamente attuando le strategie sociali previste. Per questo motivo, secondo Chen, Tang e Feldmann (2015)⁶⁵, è importante l'esistenza di una relazione forte tra management e investitori, poiché altrimenti può capitare che le aziende attuino politiche di sostenibilità che non vengono comprese e apprezzate dagli stakeholder e che determinano così esiti economicamente negativi per l'azienda.

Nei paragrafi seguenti vengono presentati i risultati, le variabili e la metodologia utilizzate nell'analisi da noi effettuata per individuare la relazione tra performance finanziaria e criteri ESG.

3.2 - Metodologia e Analisi delle variabili

Concentriamoci innanzitutto sulle variabili dipendenti e indipendenti maggiormente utilizzate nelle ricerche empiriche.

⁶⁵ Chen L., Tang O., Feldmann A., *Applying GRI reports for the investigation of environmental management practices and company performance in Sweden, China and India*, Journal of Cleaner Production, 2015.

Per la misurazione della performance sostenibile numerosi studi (tra cui Tyagi and Sharma, 2013; Chelawat e Trivedi, 2016; Tamimi e Sebastianelli, 2017; Atan et al., 2018; Landi e Sciarelli, 2019;) utilizzano come *proxy* il rating ESG. Per questo motivo anche per l'analisi presentata nel prossimo paragrafo si è usufruito di tale dato, reperito sulla piattaforma Refinitiv Eikon lanciata nel 2010 da Thomson Reuters, che si articola su dodici livelli di valutazione riportati nella seguente tabella:

Tabella 58. Livelli di rating per Refinitiv Eikon

Score Range	Grade	Descrizione
0.0 <= score <= 0.083333	D -	Il livello "D" indica una <i>performance ESG scarsa</i> e un grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG significativi insufficiente.
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	Il livello "C" indica una <i>performance ESG soddisfacente</i> e un grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG significativi moderato.
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	Il livello "B" indica una <i>performance ESG buona</i> e un grado di trasparenza nella comunicazione pubblica dei dati ESG significativi superiore alla media.
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	Il livello "A" indica <i>performance ESG eccellente</i> e un alto grado di trasparenza nel rendicontare pubblicamente i dati ESG significativi.
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	

Fonte: Environmental, Social and Governance (ESG) scores from Refinitiv, 2020.

Per approfondire l'analisi sono stati presi in esame anche i rating relativi alle singole dimensioni "E", "S" e "G", al fine di capire

meglio quale dei tre fattori incide maggiormente sulla redditività dell'impresa.

Come stima della *corporate financial performance* invece, in accordo con diversi studi empirici (Barnett e Saloman, 2012; Vitezić et al., 2012; Peng and Yang, 2014; Saeidi et al., 2015; Buallay, 2019), sono state individuate quattro misure contabili:

- il ROE (*Return on Equity*): rappresentando la redditività del capitale proprio e quindi la capacità dell'azienda di attrarre capitali, si riferisce all'aspetto finanziario;
- il ROA (*Return on Assets*): misurando il rendimento delle risorse investite in azienda indipendentemente dai costi e dalla modalità di finanziamento della stessa, descrive la performance operativa;
- la Q di Tobin: indicando il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti ai prezzi di mercato correnti, è una buona *proxy* per la performance di mercato.

- il *Price/Earnings Ratio*: in quanto indicatore delle aspettative degli investitori circa la crescita della società, viene preso in esame come ulteriore variabile di mercato.

Tuttavia, secondo Lo e Sheu (2007)⁶⁶ e Pelozza (2009)⁶⁷ ci sono ulteriori aspetti che, incidendo sul valore delle imprese, devono essere presi in considerazione quando si cerca di studiare la relazione tra performance finanziaria e sostenibile. Andersen e Dejoy (2011)⁶⁸, basandosi su diversi studi empirici, elencano tre variabili di controllo che influenzano questa relazione: la dimensione, il livello di rischio e il settore di appartenenza. In aggiunta a questo, gli autori individuano due ulteriori fattori discrezionali che sono: la spesa in ricerca e sviluppo e la pubblicità.

Sulla base della ricerca pubblicata da Standard Ethics nel 2012, condotta da Filippo Tomasi e Angeloantonio Russo, le variabili di controllo da noi utilizzate per l'analisi del presente capitolo sono:

⁶⁶ Lo S.F., Sheu H. J., *Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?*, Corporate Governance An International Review, Blackwell Publishing Ltd, 2007.

⁶⁷ Pelozza J., *The Challenge of measuring financial impacts from investments in Corporate Social Performance*, Journal of Management, 2009.

⁶⁸ Andersen M. L., Dejoy J. S., *Corporate Social and Financial Performance: The Role of Size, Industry, Risk, R&D and Advertising Expenses as Control Variables*, Business and Society Review, 2011.

- la dimensione aziendale, calcolata come logaritmo naturale del valore dei *Total Assets* e della capitalizzazione;
- la redditività, data dal rapporto tra il margine operativo lordo (EBITDA) e il fatturato;
- la struttura finanziaria, indicata con il rapporto tra *Total Debt* e *Total Equity*;
- il settore di appartenenza, suddiviso nelle 3 categorie più diffuse che sono: *Financials*, *Industrials* ed *Utilities*;
- l'arco temporale di campionamento, dal 2016 al 2019.

Per ottenere questi dati si è fatto uso delle piattaforme: Refinitiv Eikon, messa a disposizione dall'ente Consob con cui è stata avviata una collaborazione per la realizzazione dell'analisi; AIDA_Bureau van Dijk, da cui sono state reperite le informazioni relative alla Q di Tobin e al *Price/Earnings Ratio*.

Il campione costruito per effettuare la ricerca comprende le società quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana al 2020. L'orizzonte temporale invece si estende su un arco di 4 anni che comprende il periodo dal 2016 al 2019. Sono state escluse dal campione tutte quelle società che ad oggi non

sono più quotate sul MTA a causa di operazioni straordinarie come *delisting*, fusioni o acquisizioni che ne hanno interrotto la quotazione. Inoltre, poiché il rating etico non è presente per tutte le imprese considerate, partendo da un totale di 236, sono state selezionate 96 società per le quali tale valore è disponibile almeno per l'ultimo anno. In base al settore di appartenenza, nel campione sono presenti: 24 *Utilities*, 42 *Industrials*, 30 *Financials*.

Al termine di questa selezione è stato realizzato un database di tipo panel caratterizzato da dati longitudinali che permettono di elencare, per il gruppo di aziende studiate, i diversi valori ripetuti nel tempo delle variabili dipendenti, indipendenti e di controllo.

Poiché il nostro obiettivo finale è quello di verificare se è vero che, per il campione di imprese considerato, ad una performance sociale migliore corrisponde anche una migliore performance economica, sono state condotte una serie di analisi statistiche di regressione lineare tra le variabili dipendenti (ROE, ROA, Q di Tobin e P/E) e il livello di rating etico assegnato alle imprese, da dicembre 2016 a dicembre 2019.

Successivamente, per tener conto dell'impatto che lo svolgimento di una particolare attività economica piuttosto che un'altra ha sull'andamento delle variabili, nelle regressioni sono stati assunti anche gli effetti fissi per settore.

3.3 - Risultati della ricerca

Tramite l'utilizzo del software Stata abbiamo effettuato una serie di analisi di regressione i cui risultati vengono presentati nei quattro sotto paragrafi seguenti. Questi ultimi sono suddivisi in base alla variabile indipendente di volta in volta utilizzata: il rating ESG, il rating *Environmental*, il rating *Social* e il rating *Governance*.

All'interno di ogni sotto paragrafo vengono indicati prima di tutto i risultati della regressione che tiene conto dell'intero campione di società considerate e poi, successivamente, si fa una distinzione in base al settore di appartenenza che può essere: finanziario, dei servizi o industriale.

3.3.1 - Rating ESG

Considerando il rating complessivo ESG, emerge l'esistenza di una relazione statisticamente significativa tra la performance sociale ed economica, espressa tramite la Q di Tobin. Infatti, il coefficiente della variabile indipendente, l'*ESG Score*, oltre ad essere positivo, è anche significativo al 10%. In altre parole, la relazione tra la variabile economica e quella indipendente è positiva, per cui le società con un rating ESG più elevato hanno anche una migliore performance di mercato.

I risultati dimostrano che c'è una significatività anche delle variabili relative alla dimensione e agli anni. Nel primo caso si ha un coefficiente negativo ad indicazione del fatto che maggiore è la dimensione aziendale, minore è la performance di mercato. Riguardo agli anni considerati invece si nota che i coefficienti di tali variabili migliorano con il tempo, dato che essi risultano significativi al 10% nel 2018 e al 5% nel 2019. Il valore dei coefficienti risulta essere positivo per entrambi gli anni considerati e in crescita: questo significa che la valutazione che il mercato dà alle aziende è maggiore di anno in anno.

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       171
Group variable: id_company                Number of groups =        71

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.1636                          min =          1
  between = 0.6141                         avg =          2.4
  overall = 0.5561                         max =          4

Wald chi2(8) =       115.01
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Prob > chi2     =       0.0000

```

qditobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
esgscore	.8587951	.5086893	1.69	0.091	-.1382175	1.855808
lncapit	.8400507	.1026637	8.18	0.000	.6388335	1.041268
dimensione	-.843244	.0920759	-9.16	0.000	-1.023709	-.6627787
ebitdamargin	.1772866	.2893145	0.61	0.540	-.3897595	.7443327
debtequity	.0175116	.0419561	0.42	0.676	-.0647209	.0997441
year						
2017	.0726144	.134895	0.54	0.590	-.191775	.3370038
2018	.224446	.1342806	1.67	0.095	-.0387393	.4876312
2019	.2699554	.1366504	1.98	0.048	.0021255	.5377852
_cons	-11.11157	1.770356	-6.28	0.000	-14.58141	-7.64174
sigma_u	.57620143					
sigma_e	.43907082					
rho	.63264788	(fraction of variance due to u_i)				

Considerando anche il modo in cui l'appartenenza ad un determinato settore piuttosto che ad un altro influenza la relazione tra Score ESG e redditività, si riscontra che nel settore industriale il coefficiente relativo al rating etico risulta essere statisticamente significativo ma negativo, il che significa che all'aumentare del punteggio assegnato in materia di sostenibilità, la performance di mercato della società industriale tende a diminuire. Lo stesso vale per il coefficiente dell'*EBITDA Margin* e del rapporto debito/equity,

entrambi significativi e negativi. Riguardo alla dimensione invece, se espressa come logaritmo della capitalizzazione, emerge un coefficiente positivo statisticamente significativo, per cui maggiore è l'azienda migliore è la performance di mercato. In questo caso bisogna precisare che, nonostante i singoli coefficienti esposti risultino statisticamente significativi, la bontà della regressione è molto bassa come si può notare dal valore dell'*R-squared* e del test F.

```
Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =       93
Group variable: id_company                      Number of groups =       41

R-sq:                                          Obs per group:
  within = 0.3749                               min =          1
  between = 0.0262                             avg =         2.3
  overall = 0.0386                             max =          4

corr(u_i, Xb) = -0.8138                       F(8,40)         =       2.62
                                                Prob > F        =       0.0209

(Std. Err. adjusted for 41 clusters in id_company)
```

qditobin	Robust				
	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
esgscore	-2.56373	1.122304	-2.28	0.028	-4.83199 - .2954694
lncapit	.6526862	.2058412	3.17	0.003	.2366657 1.068707
dimensione	.4395173	.6974642	0.63	0.532	-.9701106 1.849145
ebitdamargin	-6.408051	2.631145	-2.44	0.019	-11.72579 -1.09031
debtequity	-.3362576	.1623938	-2.07	0.045	-.6644677 -.0080476
year					
2017	.0454761	.118755	0.38	0.704	-.1945367 .2854889
2018	.2138768	.1424457	1.50	0.141	-.0740167 .5017702
2019	.3808996	.1609429	2.37	0.023	.055622 .7061772
_cons	-13.86099	7.113586	-1.95	0.058	-28.23808 .5161042
sigma_u	1.5446283				
sigma_e	.34945268				
rho	.95130882	(fraction of variance due to u_i)			

Passando al settore finanziario esiste una relazione positiva e statisticamente significativa tra la performance operativa, data dal ROA, ed il rating ESG. Questo significa che l'andamento della performance operativa dipende anche dalla performance sociale delle imprese oggetto di studio ed è quindi confermata l'ipotesi per cui ad una CSP migliore corrisponde una maggiore redditività dell'attivo. Sono significativi anche i coefficienti della struttura finanziaria e della dimensione calcolata come logaritmo della capitalizzazione: il primo ha segno negativo, il secondo positivo.

```
Fixed-effects (within) regression
Group variable: id_company

Number of obs   =      21
Number of groups =       9

R-sq:
  within = 0.9730
  between = 0.3766
  overall = 0.3454

Obs per group:
  min = 1
  avg = 2.3
  max = 4

corr(u_i, Xb) = -0.9560
F(7,8) = .
Prob > F = .
```

(Std. Err. adjusted for 9 clusters in id_company)

roa	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
esgscore	.1254403	.021795	5.76	0.000	.0751809	.1756997
lncapit	.0610064	.0144093	4.23	0.003	.0277785	.0942342
dimensione	.0225758	.0268171	0.84	0.424	-.0392646	.0844162
ebitdamargin	-.0030979	.0127461	-0.24	0.814	-.0324904	.0262946
debtequity	-.0055808	.0016125	-3.46	0.009	-.0092992	-.0018625
year						
2017	-.0002332	.0047908	-0.05	0.962	-.0112809	.0108144
2018	.0228723	.0058446	3.91	0.004	.0093946	.03635
2019	-.0097373	.0045206	-2.15	0.063	-.0201617	.0006872
_cons	-1.461994	.1601459	-9.13	0.000	-1.831291	-1.092697

sigma_u	.10479114	
sigma_e	.00378504	
rho	.99869705	(fraction of variance due to u_i)

In ultimo, nel settore dei servizi emerge un coefficiente positivo e statisticamente significativo del rating etico relazionato con il *price/earnings ratio*, il che significa che le aziende più sostenibili sono valutate in maniera molto positiva dal mercato. Allo stesso modo è significativo e positivo il coefficiente della redditività, calcolata attraverso l'*EBITDA Margin*.

```

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =          60
Group variable: id_company                    Number of groups =          21

R-sq:                                         Obs per group:
  within = 0.4991                             min =          1
  between = 0.0122                            avg =          2.9
  overall = 0.0166                            max =          4

corr(u_i, Xb) = -0.9583                       F(8,20)         =          6.69
                                                Prob > F         =          0.0003

                                         (Std. Err. adjusted for 21 clusters in id_company)

```

pe	Robust					[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.	t	P> t			
esgscore	51.35871	20.06739	2.56	0.019	9.498871	93.21856	
lncapit	1.938877	6.446403	0.30	0.767	-11.50808	15.38584	
dimensione	-2.785246	13.16282	-0.21	0.835	-30.24241	24.67192	
ebitdamargin	127.1213	54.16155	2.35	0.029	14.14227	240.1003	
debtequity	-3.538759	4.347615	-0.81	0.425	-12.60773	5.530207	
year							
2017	-4.186419	2.689835	-1.56	0.135	-9.797317	1.424479	
2018	-3.502276	3.228899	-1.08	0.291	-10.23764	3.233089	
2019	-4.828429	3.915485	-1.23	0.232	-12.99599	3.33913	
_cons	-74.83938	214.909	-0.35	0.731	-523.1317	373.453	
sigma_u	32.626658						
sigma_e	8.7021015						
rho	.93358631					(fraction of variance due to u_i)	

3.3.2 - Rating *Environmental*

Prendendo in considerazione soltanto la componente ambientale del rating etico (*E score*) e rapportandola con le quattro variabili dipendenti sopra elencate si ottengono delle regressioni che hanno un buon indice di adattamento, poiché presentano R quadro e statistiche F piuttosto elevate, ma coefficienti non significativi.

```

Random-effects GLS regression              Number of obs   =       152
Group variable: id_company                Number of groups =        63

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.1770                          min =           1
  between = 0.6578                          avg  =          2.4
  overall = 0.5968                          max  =           4

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                 Wald chi2(8)    =      125.06
                                              Prob > chi2     =       0.0000

```

qditobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
escore	.5229188	.3505462	1.49	0.136	-.164139	1.209977
lncapit	.9771265	.1102092	8.87	0.000	.7611203	1.193133
ebitdamargin	.1644092	.2926312	0.56	0.574	-.4091374	.7379557
dimensione	-.9625719	.1023867	-9.40	0.000	-1.163246	-.7618977
debtequity	.0357216	.042971	0.83	0.406	-.0485001	.1199432
year						
2017	.0898296	.1532804	0.59	0.558	-.2105945	.3902536
2018	.2780746	.1504871	1.85	0.065	-.0168746	.5730239
2019	.3260744	.1537317	2.12	0.034	.0247659	.6273829
_cons	-12.91066	1.874765	-6.89	0.000	-16.58513	-9.236185
sigma_u	.54447382					
sigma_e	.46101213					
rho	.58243832	(fraction of variance due to u_i)				

Come si può notare dal caso riportato, relativo alla relazione tra performance economica, indicata dalla Q di Tobin, e score ambientale, il coefficiente della variabile indipendente, l'*E Score*, risulta non significativo poiché viene superata la soglia del 10%.

Diversamente, considerando anche il settore industriale all'interno della regressione, il coefficiente della variabile indipendente risulta significativo al 5%. Tuttavia il coefficiente ha segno negativo e quindi all'aumentare del valore dello *score* ambientale, la performance di mercato delle società industriali tende a diminuire. Significativi sono anche i coefficienti della redditività, calcolata tramite l'*EBITDA Margin*, e della dimensione aziendale, data dal logaritmo del livello di capitalizzazione, nonché i coefficienti degli anni, entrambi positivi. Negli ultimi anni c'è stato quindi un aumento delle performance di mercato.

Fixed-effects (within) regression	Number of obs	=	79
Group variable: id_company	Number of groups	=	35
R-sq:	Obs per group:		
within = 0.4462	min =		1
between = 0.0000	avg =		2.3
overall = 0.0047	max =		4
	F(8,34)	=	2.52
corr(u_i, Xb) = -0.8114	Prob > F	=	0.0289

(Std. Err. adjusted for 35 clusters in id_company)

qditobin	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
escore	-2.12601	.89002	-2.39	0.023	-3.934749	-.3172722
lncapit	.9939591	.3817977	2.60	0.014	.2180528	1.769865
ebitdamargin	-6.915873	2.80936	-2.46	0.019	-12.62518	-1.206566
dimensione	.2932369	.9148018	0.32	0.751	-1.565864	2.152338
debtequity	-.3067743	.23762	-1.29	0.205	-.7896762	.1761276
year						
2017	.1490166	.120172	1.24	0.223	-.0952024	.3932355
2018	.3660899	.1434121	2.55	0.015	.0746415	.6575382
2019	.5369727	.188508	2.85	0.007	.1538783	.9200671
_cons	-20.3741	7.990917	-2.55	0.015	-36.6136	-4.134605
sigma_u	1.6323131					
sigma_e	.36031834					
rho	.9535374	(fraction of variance due to u_i)				

Il settore finanziario invece presenta significatività nella relazione tra ROE e rating ambientale poiché il coefficiente di quest'ultima variabile rispetta la soglia del 10%. Il suo valore è positivo ad indicare che la redditività dell'*equity* dipende dalla performance sociale delle imprese finanziarie del campione.

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      19
Group variable: id_company            Number of groups =       8

R-sq:                                  Obs per group:
    within = 0.9116                    min =          1
    between = 0.0570                   avg =          2.4
    overall = 0.0158                   max =          4

corr(u_i, Xb) = -0.9783                F(6,7)          =      .
                                          Prob > F         =      .

```

(Std. Err. adjusted for 8 clusters in id_company)

roe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
escore	2.673683	1.201002	2.23	0.061	-.1662342	5.513601
lncapit	.2480914	.211638	1.17	0.279	-.2523528	.7485356
ebitdamargin	.0053299	.1449128	0.04	0.972	-.3373343	.3479942
dimensione	-.0397414	.3127445	-0.13	0.902	-.7792647	.6997819
debtequity	.0316802	.0202684	1.56	0.162	-.016247	.0796074
year						
2017	.0583174	.0350459	1.66	0.140	-.0245529	.1411877
2018	.0472358	.0700436	0.67	0.522	-.118391	.2128626
2019	-.0089134	.0365423	-0.24	0.814	-.0953223	.0774955
_cons	-5.221377	2.81527	-1.85	0.106	-11.87843	1.43568
sigma_u	.62700137					
sigma_e	.04940903					
rho	.99382855	(fraction of variance due to u_i)				

Anche nel settore dei servizi è presente una relazione positiva tra rating ambientale e la performance economica, misurata però dal *Price/Earnings Ratio*. Risulta statisticamente significativo e positivo anche il coefficiente della redditività, per cui hanno una performance di mercato superiore quelle società che presentano alta redditività e rating ambientali più elevati.

```

Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =       56
Group variable: id_company                Number of groups =       20

R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.4932                          min =           1
  between = 0.0248                         avg =           2.8
  overall = 0.0206                         max =           4

corr(u_i, Xb) = -0.9599                    F(8,19)         =       4.86
                                                Prob > F        =       0.0022

```

(Std. Err. adjusted for 20 clusters in id_company)

pe	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
escore	36.39944	17.3661	2.10	0.050	.0517647	72.74711
lncapit	7.187398	5.538745	1.30	0.210	-4.405329	18.78013
dimensione	-7.347182	14.47471	-0.51	0.618	-37.64309	22.94872
ebitdamargin	130.3033	57.65007	2.26	0.036	9.640288	250.9662
debtequity	-2.014254	3.787874	-0.53	0.601	-9.942367	5.913858
year						
2017	-3.481761	2.813877	-1.24	0.231	-9.371272	2.407751
2018	-1.261316	2.849105	-0.44	0.663	-7.224562	4.70193
2019	-5.446148	3.928753	-1.39	0.182	-13.66912	2.776826
_cons	-146.2376	200.3483	-0.73	0.474	-565.5715	273.0962
sigma_u	33.397635					
sigma_e	9.1280481					
rho	.93049167	(fraction of variance due to u_i)				

3.3.3 - Rating Social

Mettendo in relazione le variabili dipendenti con il rating *social*, si evince una relazione significativa con la Q di Tobin.

Il coefficiente della variabile dipendente mostra una significatività al 10%. Inoltre il suo valore è positivo, per cui all'aumentare del livello di rating migliora la performance di mercato. Risultano significativi anche i coefficienti relativi alla dimensione, con segno negativo, e agli anni, ma con segno positivo.

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       152
Group variable: id_company             Number of groups =        63

R-sq:                                   Obs per group:
    within = 0.1954                      min =           1
    between = 0.6531                     avg =          2.4
    overall = 0.5963                     max =           4

Wald chi2(8) =       124.46
corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Prob > chi2     =       0.0000

```

qditobin	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
sscore	.8230684	.4336725	1.90	0.058	-.026914	1.673051
lncapit	.9636713	.110969	8.68	0.000	.7461761	1.181167
ebitdamargin	.1036705	.2991979	0.35	0.729	-.4827466	.6900876
dimensione	-.956038	.0990006	-9.66	0.000	-1.150076	-.7620004
debtequity	.0363029	.0428196	0.85	0.397	-.0476219	.1202276
year						
2017	.0927353	.1506438	0.62	0.538	-.2025212	.3879918
2018	.2606046	.1491764	1.75	0.081	-.0317757	.5529849
2019	.315962	.1512024	2.09	0.037	.0196109	.6123132
_cons	-12.91588	1.883957	-6.86	0.000	-16.60837	-9.223394
sigma_u	.55339506					
sigma_e	.45189804					
rho	.59994384	(fraction of variance due to u_i)				

Introducendo il settore industriale si perde la significatività del coefficiente del rating sociale relazionato con tutte e quattro le variabili dipendenti individuate.

Diversamente, nel settore finanziario, dalla relazione tra il ROE e la variabile sostenibilità si evince un coefficiente statisticamente significativo e positivo, per cui la performance finanziaria è

migliore per le società che hanno un maggior impegno nelle pratiche di sostenibilità sociale.

```

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =          19
Group variable: id_company                    Number of groups =           8

R-sq:                                         Obs per group:
  within = 0.9108                             min =           1
  between = 0.0464                            avg =           2.4
  overall = 0.0362                            max =           4

corr(u_i, Xb) = -0.9791                      F(6,7)          =           .
                                                Prob > F        =           .

```

(Std. Err. adjusted for 8 clusters in id_company)

roe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sscore	.6143332	.1189238	5.17	0.001	.3331231	.8955433
lncapit	.1192087	.1149227	1.04	0.334	-.1525404	.3909577
ebitdamargin	.1561752	.1014682	1.54	0.168	-.0837589	.3961093
dimensione	.2628748	.1903639	1.38	0.210	-.1872643	.7130139
debtequity	-.0012973	.0172079	-0.08	0.942	-.0419875	.039393
year						
2017	.0485687	.0742146	0.65	0.534	-.126921	.2240585
2018	.0224891	.0408601	0.55	0.599	-.0741296	.1191079
2019	-.009031	.0340575	-0.27	0.799	-.0895642	.0715023
_cons	-4.728835	1.559305	-3.03	0.019	-8.416006	-1.041665
sigma_u	.67243933					
sigma_e	.04962959					
rho	.99458229	(fraction of variance due to u_i)				

Nel settore dei servizi si riscontra una relazione positiva tra la variabile *price/earnings ratio* e lo *score social*, ad indicazione del fatto che maggiore è la valutazione che viene data in campo sociale alle imprese, migliore è la performance di mercato.

```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: id_company

Number of obs   =      56
Number of groups =      20

R-sq:
  within = 0.5320
  between = 0.0002
  overall = 0.0055

Obs per group:
  min =      1
  avg =      2.8
  max =      4

F(8,19) =      58.82
Prob > F =      0.0000

corr(u_i, Xb) = -0.9569

```

(Std. Err. adjusted for 20 clusters in id_company)

pe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
sscore	47.98959	14.4353	3.32	0.004	17.77617	78.20302
lncapit	.6568143	6.845066	0.10	0.925	-13.67007	14.9837
ebitdamargin	119.9919	49.40164	2.43	0.025	16.59306	223.3907
dimensione	1.098489	11.69707	0.09	0.926	-23.38375	25.58073
debtequity	-6.069435	3.781107	-1.61	0.125	-13.98338	1.844513
year						
2017	-2.810453	2.215702	-1.27	0.220	-7.447971	1.827064
2018	-1.797134	3.011303	-0.60	0.558	-8.099864	4.505596
2019	-3.058247	3.358658	-0.91	0.374	-10.088	3.971504
_cons	-76.40899	217.7904	-0.35	0.730	-532.2495	379.4315
sigma_u	33.035766					
sigma_e	8.7719188					
rho	.93413848	(fraction of variance due to u_i)				

3.3.4 - Rating Governance

Rapportando le variabili dipendenti con il rating relativo alla dimensione 'governance', in nessun caso risulta un coefficiente significativo.

Tale situazione rimane anche quando si inseriscono all'interno della regressione, tra le variabili di controllo, il settore, industriale o dei servizi.

Il cambiamento avviene invece nel caso del settore finanziario dove, per tutte le regressioni e le variabili dipendenti considerate, si notano dei coefficienti statisticamente significativi.

In particolare, nella relazione con il ROE, il coefficiente della variabile *G Score* è negativo, il che significa che le pratiche sostenibili in materia di governance, nelle società finanziarie, riducono il rendimento finanziario.

Diversamente, dalla relazione con il ROA si ottiene un coefficiente positivo della variabile indipendente, per cui l'attenzione che le aziende pongono nelle prassi di governance impatta sulla redditività operativa positivamente. Sono altrettanto significativi i coefficienti della dimensione aziendale, calcolata in base alla capitalizzazione, che ha un valore positivo, e della redditività, espressa tramite l'EBITDA Margin che è invece negativo. Per la variabile temporale non c'è sempre significatività ma, per l'anno in cui è presente, risulta un coefficiente positivo.

```

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       19
Group variable: id_company                    Number of groups =        8

R-sq:                                         Obs per group:
  within = 0.9555                             min =          1
  between = 0.0406                            avg =         2.4
  overall = 0.1106                             max =          4

corr(u_i, Xb) = -0.4030                       F(6,7)          =        .
                                                Prob > F        =        .

```

(Std. Err. adjusted for 8 clusters in id_company)

roa	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gscore	.0446308	.0075121	5.94	0.001	.0268676	.062394
lncapit	.0937341	.0088363	10.61	0.000	.0728396	.1146286
dimensione	-.0325933	.0307065	-1.06	0.324	-.1052026	.0400159
ebitdamargin	-.0268016	.0133059	-2.01	0.084	-.0582651	.0046619
debtequity	-.003931	.002633	-1.49	0.179	-.0101571	.0022951
year						
2017	-.0004688	.005507	-0.09	0.935	-.0134909	.0125532
2018	.0323942	.007826	4.14	0.004	.0138885	.0508998
2019	-.0010892	.0060953	-0.18	0.863	-.0155023	.0133238
_cons	-1.682195	.2076394	-8.10	0.000	-2.173184	-1.191206
sigma_u	.04566854					
sigma_e	.00546432					
rho	.98588551	(fraction of variance due to u_i)				

Le regressioni riportate in questi sotto-paragrafi sono quelle che hanno mostrato un coefficiente statisticamente significativo della variabile indipendente. Durante la fase di ricerca abbiamo stimato regressioni per ogni singola variabile dipendente e per ogni settore, ma i risultati ottenuti non sono sempre stati statisticamente significativi. Una possibile spiegazione di questo

fenomeno può essere il fatto che il tema della sostenibilità si sta diffondendo soltanto negli ultimi anni e, in particolare, dal 2016 quando è stata emanata la direttiva europea che impone alle società quotate di pubblicare annualmente la dichiarazione di carattere non finanziario (Dnf). In precedenza soltanto poche aziende fornivano informazioni sulla sostenibilità. Di conseguenza riuscire ad analizzare la relazione tra dati contabili e rating ESG in un arco temporale così breve è piuttosto complicato e la significatività può non risultare nelle regressioni. Tuttavia in futuro, quando si avranno più informazioni disponibili su questo tema e si avrà un orizzonte temporale più ampio da poter considerare, sarà sicuramente interessante verificare se c'è una maggiore affermazione di questa relazione.

CONCLUSIONI

Il periodo storico che stiamo vivendo, unico nel suo genere, ci ha fatto comprendere quanto effettivamente l'uomo e la natura siano legati su questo pianeta. È per questo motivo che le forze politiche nazionali ed internazionali si stanno muovendo su questo fronte spingendo le aziende verso un approccio sostenibile del loro operare. Ancor prima della politica, ci sono associazioni, ONG e singoli cittadini privati che da anni si stanno battendo per porre un argine ad uno sviluppo senza controlli.

Anche il mondo imprenditoriale si è posto il problema. Come abbiamo cercato di dimostrare in questo elaborato, su un campione di 231 società quotate italiane, l'interesse degli azionisti per le tematiche sostenibili è al centro di molti interventi durante le assemblee annuali. In particolare, l'attenzione non si focalizza tanto sull'aspetto ambientale quanto piuttosto sulle dimensioni sociali e di governance, a dimostrazione del fatto che non sono soltanto l'inquinamento o i combustibili fossili il problema, ma anche le condizioni di lavoro, gli squilibri salariali e le disparità di genere, per citarne alcuni.

La ricerca ha dimostrato che sono più propensi ad intervenire, soprattutto sulle questioni sostenibili, i soci delle imprese ad alta capitalizzazione e dei settori energetici e delle utilities. Risultati positivi sul fronte delle società quotate non è, però, limitato a questo settore perché le imprese di piccole dimensioni, che in Italia sono la maggioranza, tendono comunque ad ispirarsi ed imitare le grandi del loro stesso settore, per cui riuscire a cambiare l'atteggiamento di anche soltanto una società leader potrebbe impattare su tante altre.

Dal punto di vista delle imprese è doveroso cercare di capire i costi e i benefici che possono derivare dall'adozione di prassi sostenibili, soprattutto in termini di redditività.

Purtroppo, a causa della diffusione piuttosto recente di questo argomento, i dati disponibili sulla sostenibilità aziendale sono ancora scarsi e ciò non permette, almeno in un contesto italiano, di riuscire ad ottenere delle stime chiare e significative su un ampio campione di società. Anche utilizzando i rating attribuiti dalle agenzie specializzate, in molti casi non è possibile risalire ai valori attribuiti oltre i due anni precedenti il 2020.

Nonostante ciò, dall'analisi condotta sono emersi dei risultati che sarebbe interessante confermare o confutare in futuro, quando si avranno a disposizione le informazioni su un arco temporale e un campione più numeroso.

La ricerca ha dimostrato che esiste una relazione positiva tra il rating ESG attribuito all'impresa e la performance di mercato, ottenuta come rapporto tra capitalizzazione e totale attivo (Q di Tobin). Più nel dettaglio, risulta che la componente sociale ha l'impatto maggiore sulla redditività, mentre il fattore ambientale e la governance, pur mostrando coefficienti positivi, non risultano statisticamente significativi per cui non è possibile affermare la dipendenza con la componente economica.

Similmente, un risultato significativo e positivo è stato individuato studiando la relazione tra il rating ESG assegnato alle società che operano nel settore dei servizi e il *price/earnings ratio*, il secondo indicatore della performance di mercato. Anche in questo caso, il fattore sociale è quello che maggiormente influenza la relazione, seguito dall'aspetto ambientale, mentre per la governance non è stato individuato un coefficiente statisticamente significativo.

Nel settore industriale emerge una relazione significativa tra performance di mercato, calcolata tramite la Q di Tobin, e rating ESG. Tuttavia il coefficiente di quest'ultimo fattore è negativo, per cui il rapporto tra i due fattori è inverso e all'aumentare dell'uno diminuisce l'altro. Inoltre soltanto per la componente ambientale è possibile affermare che esiste una relazione, negativa, con la performance di mercato, perché per i rating *social* e governance non è stata trovata una significatività statistica dei coefficienti.

Per finire, il settore finanziario evidenzia una relazione positiva e significativa del rating ESG con la performance operativa data dal ROA, l'indicatore contabile. In questo caso è proprio l'aspetto di governance il più importante, mentre per i rating *environmental* e *social* non sono stati individuati coefficienti significativi, almeno in relazione al ROA. Diversamente, se rapportati al ROE, questi ultimi risultano positivi e statisticamente significativi.

Quello che si può dedurre da questi risultati è che esiste un rapporto tra sostenibilità e redditività economica, intesa come performance di mercato, tuttavia non è possibile stabilire con chiarezza quale dei tre fattori influenza di più la relazione.

BIBLIOGRAFIA

Alvaro S., Maugeri M., Strampelli G., *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship: problemi e prospettive*, Consob, Roma, 2019.

ANASF e Forum per la Finanza Sostenibile, *Manuale per promotori finanziari e addetti alla vendita di prodotti finanziari – la finanza sostenibile e l'investimento responsabile*, Milano, 2010.

Andersen M.L., Dejoy J.S., *Corporate Social and Financial Performance: The Role of Size, Industry, Risk, R&D and Advertising Expenses as Control Variables*, Business and Society Review, 2011.

Atan R., Alam M.M., Said J., Zamri M., *The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies*, Management of Environmental Quality, 2018.

Barnett M.L., Salomon R.M., *Does it pay to be really good? addressing the shape of the relationship between social and financial performance*, Strategic Management Journal, 2012.

Baron D., *Managerial contracting and corporate social responsibility*, Journal of Public Economics, 2008.

Boulding K., *The economics of the coming Spaceship Earth*, a cura di H. Jarrett, Environmental Quality in a Growing Economy, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1966.

Bowen H.R., *Social Responsibility of the Businessman*, Harper e Row Publishers, New York, 1953.

Buallay A., *Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector*, Management of Environmental Quality, 2019.

Burrit R.L., Hahn T., Schaltegger S., *Toward a comprehensive framework for environmental management accounting – links between business actors and environmental management account tools*, Australian Accounting Review, 2002.

Carroll A.B., *"The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders"*, Business Horizons, 1991.

Carroll A.B., *A three-dimensional model of corporate social performance*, Academy of Management Review, 1979.

Carroll A.B., *Corporate Social Responsibility: Evolution of Definitional Construct*, Business and Society, 1999.

CFA Society Italy, *Investimenti ESG*, Milano, 2018.

Chelawat H., Trivedi I.V., *The business value of ESG performance: the Indian context*. Asian Journal of Business Ethics, 2016.

Chen L., Tang O., Feldmann A., *Applying GRI reports for the investigation of environmental management practices and company performance in Sweden, China and India*, Journal of Cleaner Production, 2015.

Commissione Europea, *Libro Verde - Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles, 2001.

Conferenza delle Nazioni Unite sullo Sviluppo Sostenibile, *The Future We Want*, Rio de Janeiro, 2012.

Cucari N., *Lo shareholder engagement negli studi di corporate governance: Un'analisi empirica mediante la Qualitative Comparative Analysis*, Franco Angeli, 2019.

Custance J., Hiller H., *Statistical issues in developing indicators of sustainable development*, Journal of the Royal Statistical Society, 1998.

Dal Maso D., Bartolomeo M., *Finanza e sviluppo sostenibile*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001.

Davis K., *Can business afford to ignore social responsibilities?*, California Management Review, 1960.

De Jong A., Mertens G.M.H., Roosenboom P.G.J., *Weinig aandeelhouders houden serieus toezicht*, Economisch Statistische Berichten, 2003.

Del Giudice A., *La finanza sostenibile – Strategie, mercato ed investitori istituzionali*, Giappichelli Editore, 2019.

Drucker P.F., *The Practice of Management*, Harper and Row Publishers, New York, 1954.

Eccles R.G., Serafeim G., *The Performance Frontier: Innovating for sustainable Strategy*, Harvard Business Review, 2013.

Edams A., *Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices*, Journal of Financial Economics, 2011.

Elkington J., *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business*, Capstone, Oxford, 1997.

Eurosif, *European SRI Study 2016*, 2016.

Eurosif, *European SRI Study 2018*, 2018.

Fondazione Finanza Etica, *La finanza etica e sostenibile in Europa*, Primo rapporto, Publistampa Arti Grafiche, Trento, 2017.

Forum per la Finanza Sostenibile, *Linee Guida per la Forme Pensionistiche Complementari. L'engagement. Una strategia di investimento sostenibile e responsabile orientata al cambiamento*, 2013.

- Frederick W.C., *The growing concern over business responsibility*, California Management Review, 1960.
- Freeman R.E., *Strategic management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston, 1984.
- Friede G., Busch T., Bassen, A., *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015.
- Friedman M., *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, New York Times Magazine, 1970.
- Gagliardi C., Mauriello D., Pacetti Bustini F., *La responsabilità sociale delle imprese e gli orientamenti dei consumatori*, Franco Angeli, Milano, 2006.
- Gallicani M., *La finanza etica: paradigma di un sistema di scelte*, in Etica e finanza, a cura di Signori S., Rusconi G., Dorigatti M., Franco Angeli Editore, Milano, 2005.
- Garriga E., Melé D., *Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory*, Journal of Business Ethics, 2004.
- Gond J.P., O'Sullivan N., Slager R., Viehs M., Homanen M., Mosony S., *How ESG engagement creates value for investors and companies*, Principle for Responsible Investment, Londra, 2018.
- Gray R.H., Milne M., *Sustainability reporting: Who's kidding whom?*, Chartered Accountants Journal of New Zealand, 2002.
- Gsia, *2018 Global Sustainable Investment Review*, 2018.
- Guest P. M., *The impact of board size on firm performance: evidence from the UK*, The European Journal of Finance, 2009.
- Herring C., *Does diversity pay?: Race, gender, and the business case for diversity*, American Sociological Review, 2009.
- Irtopconsulting, *Analisi delle politiche e delle prassi delle società AIM Italia sui temi di Environmental, Social e Governance*, Milano, 2018.
- Istat, *Rapporto SDGs 2020. Informazioni statistiche per l'agenda 2030 in Italia*, Roma, 2020.
- Jackson S.E., Schuler R.S., *Understanding human resource management in the context of organizations and their environments*, Annual review of psychology, 1995.
- Lafarre A., *The AGM in Europe: Theory and Practice of Shareholder Behaviour*, Emerald Publishing Limited, Bingley, 2017.
- Lafarre A., Van der Elst C., *Shareholder Sustainability Activism in the Netherlands*, ECGI working paper series in law, 2018.
- Landi G., Sciarelli M., *Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance*, Social Responsibility Journal, 2019.

- Levett R., *Sustainability indicators: integrating quality of life and environmental protection*, Journal of the Royal Statistical Society, 1998
- Levitt T., *The dangers of social responsibility*, Harvard Business Review, 1958.
- Lo S.F., Sheu H.J., *Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?*, Corporate Governance An International Review, Blackwell Publishing Ltd, 2007.
- Malthus T.R., *An essay on the principle of population*, VI ed., J.Murray, Londra, 1826.
- McGuire J.W., *Business and society*, McGraw-Hill, New York, 1963.
- McWilliams A., Siegel D., Wright P.M., *Corporate Social Responsibility: Strategic Implications*, Journal of Management Studies, 2006.
- Meadows D.H., Meadows D.L., Randers J., Behrens III W.W., *The Limits to Growth*, New York, Universe Books, 1972.
- Mio C., *Il budget ambientale*, Egea, 2001.
- Molina J. A., Ortega, R., *Effects of employee training on the performance of North-American firms*, Applied Economics Letters, 2003.
- Moneva, J.M., Rivera-Lirio J.M., Muñoz-Torres M.J., *The corporate stakeholder commitment and social and financial performance*, Industrial Management & Data Systems, 2007.
- Montabon F., Sroufe R., Narasimhan R., *An examination of corporate reporting, environmental management practices and firm performance*, Journal of Operations Management, 2007.
- Nigro C., Petracca M., *La CSR dalle origini all'approccio neo-istituzionalista: focus sui processi di isomorfismo e di decoupling*, Giappichelli Editore, Torino, 2016.
- OCSE, *Linee Guida destinate alle imprese multinazionali*, 2011.
- Palmer K., Oates W.E., Portey P.R., *Tightening environmental standards: the benefit-cost or the no-cost paradigm?*, Journal of Economic Perspectives, 1995.
- Pelozo J., *The Challenge of measuring financial impacts from investments in Corporate Social Performance*, Journal of Management, 2009.
- Peng C., Yang M., *The Effect of Corporate Social Performance on Financial Performance: The Moderating Effect of Ownership Concentration*, Journal of Business Ethics, 2014.
- Refinitiv, *Environmental, Social and Governance (ESG) scores from Refinitiv*, 2020.
- Regalli M., Soana M., Tavaglini G., *I fondi etici: caratteristiche, spazi di mercato, ritorni finanziari*, in Etica e finanza, a cura di Signori S., Rusconi G., Dorigatti M., Franco Angeli Editore, Milano, 2005.
- Rossi F., Turrina L., *Gli investimenti sostenibili e responsabili*, Dipartimento di Scienze Economiche - Università di Verona, 2013.

Saeidi S.P., Sofian S., Saeidi P., Saeidi S.P., Saeidi S.A., *How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction*, Journal of Business Research, 2015.

Schaltegger S., Sturm A., *Öko-Controlling als ökonomisch-ökologisches Führungsinstrument*, Management Zeitschrift, 1992.

Signori S., *Gli investitori etici: implicazioni aziendali – problemi e prospettive*, Giuffrè Editore, Milano, 2006.

Silvestri M., *Sviluppo sostenibile: un problema di definizione*, Gentes, II, 2015.

Tamimi N., Sebastianelli R., *Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores*, Management Decision, 2017.

Tomasi F., Russo A., *Il Rating Etico: un'analisi Empirica del modello Standard Ethics*, Pubblicazioni Standard Ethics Research, 2012. Tyagi R., Sharma A. K., *Corporate social performance and corporate financial performance: a link for the Indian firms*, Issues in Social and Environmental Accounting, 2013.

Virtuani P., *Cop 25 anni di conferenze sul clima: tante discussioni e pochi successi. Anno per anno i vertici, i risultati, i leader*, Corriere della Sera, 2019.

Vitezić N., Vuko T., Mörec B., *Does financial performance have an impact on corporate sustainability and CSR disclosure - a case of Croatian companies*, Journal of business management, 2012.

Von Carlowitz H.C., *Sylvicultura Oeconomica, oder Haußwirthliche Nachricht und Naturmäßige Anweisung zur Wilden Baum-Zucht*, Lipsia, 1713.

WCED, *Rapporto Brundtland*, 1987.

Windsor D., *The future of corporate social responsibility*, International Journal of Organizational Analysis, 2001.

Wu J., *Landscape sustainability science: ecosystem services and human well-being in changing landscapes*, Landscape Ecology, 2013.

Yermack D., *Do corporations award CEO stock options effectively?*, Journal of financial economics, 1995.

SITOGRAFIA

<https://www.1info.it/PORTALE1INFO>

<https://abcrisparmio.soldionline.it/guide/investimento-sicuro/indici-etici-benchmark-finanza-etica#:~:text=Indici%20etici%3A%20un%20po'%20di%20storia&text=Nel%202001%20%20C3%A8%20stata%20la,cos%20C3%AC%20lanciato%20l'indice%20Ftse4Good.>

<https://www.assogestioni.it/articolo/principi-italiani-di-stewardship>

https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/principi_ita_stewardship072019.pdf

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/indici-etici170.htm>

<https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2017/04/03/shareholder-rights-eu-companies/>

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/sistemi-di-diffusione-delle-informazioni-regolamentate-sdir->

https://www.corriere.it/cronache/19_dicembre_03/cop-25-anni-conferenze-clima-tante-discussioni-pochi-successi-anno-anno-incontri-risultati-leader-a591d3aa-15ee-11ea-9514-9386fa8d8bdc.shtml

<https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/corporate-governance/la-revisione-della-direttiva-sui-diritti-degli-azionisti-un-nuovo-approccio-ue>

<https://www.dpam.sustainabilityknowledgecentre.com/magazine/investimenti-sostenibili-e-responsabili/concept-e-definizioni/>

<https://www.emarketstorage.com/bims/documenti/documenti.html>

<http://www.eurosif.org/2018sristorylaunch/>

<https://finanzasostenibile.it/attivita/manuale-per-promotori-finanziari-e-addetti-alla-vendita-di-prodotti-finanziari/>

[https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2015/06/Manuale Engagement su temi di sostenibilita sito web.pdf](https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2015/06/Manuale_Engagement_su_temi_di_sostenibilita_sito_web.pdf)

[https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/09/Linee guida 2013 link.pdf](https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/09/Linee_guida_2013_link.pdf)

<https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2018/11/manuale-CONAI-per-WEB.pdf>

<https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2019/11/Manuale-Europa-IT-Web.pdf>

https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2020/03/FondiSicav_03-2020_p.parini_b.secciani.pdf

RINGRAZIAMENTI

Devo cominciare questa pagina ringraziando in primis il Professor Garofalo per avermi seguito fin dall'inizio di questa avventura. Nonostante le numerose difficoltà riscontrate per la realizzazione del progetto, non si è mai arreso e per questo gliene sarò sempre grata. A tal proposito devo ringraziare anche la Dottoressa Sara Nocella per aver dimostrato interesse per la mia proposta ed essersi attivata, sul fronte aziendale, per instaurare un rapporto tra Dipartimento e Consob. Senza di loro non sarebbe mai stato possibile giungere fin qui.

Altrettanto importante è stato l'aiuto del Dottor Morganti e della Dottoressa Ciavarella che mi hanno affiancato nella realizzazione dell'analisi empirica. Li ringrazio per avermi aiutato e supportato, con la loro esperienza e le loro competenze, nell'implementazione pratica della mia idea.

Ringrazio inoltre tutte le altre persone che sono state coinvolte, sia in Consob che dal Dipartimento, per la costruzione di questa unione e la redazione di questa tesi: sappiate che avete reso una ragazza orgogliosa di sé stessa.

Un ringraziamento di cuore va a mia madre e mio padre per l'incondizionato e costante supporto morale e materiale. Li ringrazio per avermi spinto sempre verso lo studio e la conoscenza, due elementi indispensabili per poter diventare la persona libera che tanto desidero essere.

Grazie a Valentina "la sorella migliore del mondo", come le piace tanto definirsi, nonché la donna più forte e decisa che io abbia mai conosciuto. La ringrazio per essermi stata accanto sempre, anche nei momenti di difficoltà che ho affrontato lungo questo cammino, e per avermi spronato a non arrendermi mai.

Non me ne voglia chi verrà di seguito, ma per chiudere il cerchio familiare devo ringraziare anche il "Signor Cane" Vasco, da quasi 10 sempre al mio fianco. Lui è stato veramente la valvola di sfogo di questi cinque anni e penso che se avesse la parola avrebbe potuto sostenere gli esami e presentare questo elaborato alla Commissione direttamente lui, tanto è costante la sua presenza.

Come non ringraziare le amiche di una vita e quelle che si sono aggiunte e consolidate nel corso degli anni: Valentina, Claudia, Maria, Marta, Flavia e Martina. Ormai mi conoscete più di quanto

io conosca me stessa, sapete della mia pigrizia, delle mie mille paranoie e dell'amore sfrenato che provo per la pizza, ma nonostante questo continuate a starmi accanto e vi ringrazio. Vi auguro tutta la felicità del mondo, per sempre.

Grazie a tutti gli amici e compagni universitari che hanno reso le giornate in ateneo più leggere e divertenti. In particolare, grazie a Gloria, Sofia, Andrea, Simone e tutti gli altri ragazzi con cui ho affrontato questi cinque anni di lezioni, progetti ed esami. Non vi dimenticherò mai.

In ultimo, ma non meno importante, grazie a Chiara e Melissa per essermi state accanto prima come colleghe e poi come compagne di viaggio in una delle esperienze più belle della mia vita. Senza di loro non sarebbe stata la stessa cosa. Le nostre vite prenderanno sicuramente strade diverse, ma il legame che abbiamo costruito non si spezzerà mai.

Non volendo dimenticare nessuno, rivolgo un ringraziamento finale a tutti coloro che mi hanno accompagnata, con i loro consigli, le loro critiche e i loro suggerimenti, a raggiungere questo traguardo.