

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA TRIENNALE IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**GOVERNANCE E RESPONSABILITA' SOCIALE NELLE SOCIETA'
ITALIANE QUOTATE: UN'ANALISI EMPIRICA DELLA DISCLOSURE
AZIENDALE**

RELATORE:

CH.MO PROF. AMEDEO PUGLIESE

LAUREANDO: ALESSIO AMADEI

MATRICOLA N. 1160978

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

*Per la stesura di questo elaborato si intende ringraziare:
il Prof. Amedeo Pugliese, relatore e fonte di ispirazione di questo lavoro,
mio fratello Alberto, fondamentale figura di riferimento nella mia vita,
i miei genitori, che mi hanno sempre sostenuto in ogni circostanza,
i miei amici, con cui negli anni ho avuto il piacere di condividere tutto.
A tutti voi va la mia più sincera gratitudine.*

Indice

Introduzione	4
1. La Responsabilità Sociale d'Impresa e la Corporate Governance	5
1.1 La Responsabilità Sociale d'Impresa	5
1.1.1 La crescente importanza della RSI	6
1.2 La Corporate Governance nel contesto italiano	7
1.2.1 Il Codice di Corporate Governance italiano	10
1.3 CG e RSI evolvono di pari passo?	12
2. La Governance impatta sulla Responsabilità Sociale d'Impresa?	14
2.1 Il processo di nomina e l'orientamento degli amministratori	14
2.2 La disclosure e la Direttiva 95/UE	17
2.3 L'approccio multi-stakeholder e la RSI come modello di governance	21
3. Analisi empirica della disclosure aziendale	24
3.1 Definizione del campione d'analisi	24
3.2 Variabili e costrutti impiegati nell'analisi	25
3.3 I risultati dalle analisi	27
3.4 Implicazioni e discussione dei risultati	31
Conclusioni	34
Bibliografia e sitografia	36
Appendice	39

Introduzione

In un contesto come quello odierno, in cui si intende basare il rilancio dell'economia europea sulla sostenibilità, sociale e ambientale, e si discutono strategie come il “*Green New Deal*”, le imprese sono sempre più chiamate a dare risposte concrete all'impatto che hanno sulla società. Non sorprende infatti se con l'aumentare dell'attenzione rivolta ai temi come i cambiamenti climatici, l'economia circolare, la condizione dei lavoratori, la Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) trovi sempre più spazio nel dibattito sulla Corporate Governance.

La Corporate Governance è infatti un veicolo attraverso il quale le imprese possono implementare le politiche di RSI. L'obiettivo di questo elaborato è indagare se alla crescente importanza della RSI corrisponda un impatto concreto a livello di governo societario. È importante comprendere se il dibattito sulla RSI si tramuti in scelte operative da parte delle imprese, altrimenti verrebbe meno la finalità stessa della disciplina. È poi utile identificare le caratteristiche di governance che facilitano l'implementazione di politiche di RSI, così da promuovere la diffusione di modelli e comportamenti socialmente virtuosi.

Al fine di esaminare il comportamento delle imprese, è stata in particolare analizzata la disclosure aziendale di 219 società italiane quotate. La ricerca si focalizza sul definire se le imprese ricercano o meno soggetti esperti in RSI nell'ambito del processo di nomina dei propri amministratori. Si tratta di una fase, quella della scelta dei componenti del board, poco considerata nel dibattito sulla RSI, nonostante rivesta una rilevanza di prim'ordine per la vita dell'impresa. Gli amministratori sono infatti coloro che definiscono le strategie societarie. Prerequisito per l'implementazione di efficaci politiche di RSI è quindi che il board sia composto da membri competenti in materia di sostenibilità.

1. La Responsabilità Sociale d'Impresa e la Corporate Governance

1.1 La Responsabilità Sociale d'Impresa

Dare una definizione di Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) o, usando la terminologia anglosassone, “*Corporate Social Responsibility*”, è un compito piuttosto complesso essendo una disciplina in continua evoluzione.

La Commissione Europea in un suo comunicato al Parlamento Europeo (2011, p.7) ha aggiornato la sua definizione di RSI definendola “*responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società*”. Oltre alla nuova definizione, la Commissione nello stesso comunicato sostiene fortemente la necessità di un maggior impegno in tema di RSI definendo alcune linee guida che le imprese dovrebbero adottare.

Quando si parla di RSI è innanzitutto importante contestualizzare e comprendere che il processo evolutivo che ha portato a quello che oggi noi consideriamo la RSI è stato piuttosto lungo e dibattuto. Esponenti di rilievo come l'economista Milton Friedman negli anni '70 sostenevano che l'obiettivo dell'impresa fosse esclusivamente quello di incrementare i propri profitti nel rispetto di quelli che sono i limiti imposti dalla legge. Questa prospettiva definita neo-classica non nega l'importanza di obiettivi di lungo periodo o di responsabilità sociale, tuttavia ritiene che il raggiungimento degli obiettivi di profitto coincida con il miglior uso delle risorse (scarse per definizione) e quindi permetterebbe di operare per il bene comune. Tuttavia definire la RSI in questo modo sarebbe piuttosto riduttivo, soprattutto se poi si volessero definire delle politiche o delle azioni socialmente responsabili a livello operativo (Sacco e Viviani, 2006).

Un cambio di prospettiva importante è sicuramente riconducibile all'introduzione della teoria denominata “*stakeholder theory*”. Gli stakeholder sono stati definiti dal professor Freeman (1984) come “*qualsiasi individuo o gruppo che può influenzare o è influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell'impresa*”. Dagli anni '80 in poi, questa teoria ha in qualche modo rivoluzionato il modo di intendere la RSI, dandone una prospettiva più ampia e cominciando a distaccarsi dall'idea che l'unica responsabilità del management fosse quella di tutelare gli interessi degli azionisti.

Inoltre, è importante capire quali sono le motivazioni che portano le imprese ad adottare comportamenti etici e responsabili nei confronti della società. Essenzialmente per sintetizzare

ciò che sostiene Wan-Jan (2006), esistono due filoni di pensiero contrapposti che provano a giustificare l'adozione di politiche di RSI:

RSI come posizione etica: alcuni esperti del settore convengono sul fatto che le imprese agiscano responsabilmente in quanto hanno una sorta di dovere etico e morale nei confronti della società.

RSI come strategia di business: dall'altra parte c'è chi ritiene invece che l'agire responsabilmente da parte delle imprese non sia motivato da una questione etica, ma da una convenienza reputazionale ed economica.

Sebbene questi due approcci siano diversi, l'autore sostiene che ci sia un fattore comune per entrambi, in quanto, se è vero che le società possono agire con motivazioni diverse, è altrettanto vero che il risultato in termini di maggiore attenzione per gli stakeholder sarà tendenzialmente lo stesso. Entrambi questi approcci condividono quindi il fatto di adottare un comportamento più etico nei confronti degli stakeholder, cosa che quindi può avvenire senza però andare a danneggiare gli azionisti di una società, ma anzi trovando un obiettivo comune (Wan-Jan, 2006).

1.1.1 La crescente importanza della RSI

Per comprendere quali sono alcuni degli obiettivi che questa disciplina si prepone di perseguire, può essere d'aiuto l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, sottoscritta nel Settembre 2015 da ben 193 paesi facenti parte dell'ONU (Onu Italia, 2015). In questa Agenda (Appendice 1, *Figura 1.1*) è possibile osservare quelli che sono gli obiettivi da raggiungere per un vero e proprio sviluppo sostenibile. Appare evidente come data l'ambizione del progetto e la realtà della situazione attuale sembrerebbe essere praticamente impossibile che tutti questi obiettivi vengano raggiunti entro il 2030. Sicuramente però, sono passi in avanti importanti per una disciplina che negli ultimi anni sta sempre più interessando il dibattito politico e le imprese.

Agire per il clima, lotta per la disparità di genere, proteggere e ripristinare l'ecosistema, produrre energia pulita, ridurre la povertà sono solo alcuni degli obiettivi prefissati dall'agenda.

Sebbene questi punti chiamati Sustainable Development Goals (SDGs) siano pensati a livello universale e quindi non specificatamente per le imprese, è interessante osservare che molte di esse stiano integrando alcuni di questi SDGs dell'Agenda come obiettivo di sostenibilità a livello societario.

Gli SDGs infatti sembrano essere molto importanti per gli investitori perché sono in grado di comunicare al mercato dove le imprese stanno focalizzando i loro sforzi in tema di RSI. Purtroppo, oltre che a definire su quali aspetti le imprese prestano particolare attenzione, queste informazioni dovrebbero essere usate anche per fornire informazioni quantitative e comparabili, cosa che spesso non si verifica considerando il tipo di informazioni che le società normalmente forniscono (Amey, 2019).

Secondo uno studio condotto da PIMCO¹ su 246 emittenti presenti nel loro portafoglio, ben il 63% fa riferimento agli SDGs nei loro obiettivi di sostenibilità. Tuttavia solo il 39% associa questi obiettivi all'attività svolta dall'emittente e solo il 19% fissa dei target valutabili a livello quantitativo (Amey, 2019).

Questo da un lato sottolinea una crescente attenzione da parte delle imprese sui temi trattati dalla RSI, dall'altro evidenzia invece un problema ricorrente che si ha con questa disciplina, ovvero il rimanere più una comunicazione di intenti che una vera e propria scelta operativa.

Il tema della RSI pare stia prendendo sempre più piede anche in Italia, infatti analizzando alcuni dati presi dall'osservatorio Socialis² che ha analizzato i dati di 400 imprese italiane con più di 80 dipendenti, appare evidente il crescente impegno delle imprese italiane in attività socialmente responsabili. Roberto Orsi, direttore dell'Osservatorio, inoltre ritiene che gli investimenti in RSI siano sempre più avvertiti come necessari e questo è dovuto anche grazie all'attenzione sul tema da parte dei consumatori. Nello stesso studio si evidenzia come il numero di imprese coinvolte in attività di RSI sia passato dal 2001 al 2017 dal 44% al 85%. Inoltre è interessante notare che il 52% delle imprese soggette allo studio, come strumento di incentivazione per gli investimenti in RSI, si augurano che venga predisposta una sorta di "certificazione" che premi l'impegno in attività socialmente responsabili, percentuale anche più alta di chi si augura invece incentivi fiscali per adottare le stesse politiche (Osservatorio Socialis, 2018).

1.2 La Corporate Governance nel contesto italiano

La corporate governance riguarda molti aspetti della gestione d'impresa e infatti nel corso degli anni sono state formulate varie definizioni per cercare di demarcare quali fossero effettivamente

¹ Pacific Investment Management Company, azienda specializzata nella gestione di investimenti

² Testata giornalistica che si occupa di promuovere e fare attività di consulenza in tema di RSI

gli ambiti nella quale essa opera. Una definizione esaustiva la definisce in questo modo: “*la Corporate Governance è un sistema di regole, procedure e processi per la quale l’impresa è diretta e controllata. Essenzialmente essa si occupa di bilanciare gli interessi di shareholders, directors, top managers e stakeholders. Essa, definendo gli obiettivi della compagnia, comprende praticamente ogni ambito della gestione ossia dalla formulazione dei piani d’azione al controllo interno, dalla misurazione della performance alla divulgazione di informazioni societarie*” (Chen, 2020).

I soggetti che hanno un ruolo rilevante all’interno di questa disciplina sono molteplici, il Codice di Corporate Governance (2020) ne definisce i principali che sono:

1. *Amministratori*: essi sono i componenti del consiglio di amministrazione³ (C.d.A.) che possono essere definiti in maniera diversa in base ad alcuni aspetti caratterizzanti, possiamo infatti osservare la presenza di *amministratori indipendenti*, normalmente richiesti⁴ all’interno di un board. Questo perché non hanno avuto relazioni con l’impresa che ne mettono a rischio l’autonomia decisionale, rendendo il C.d.A in grado di prendere decisioni non condizionate da eventuali finalità personali. All’interno del consiglio di amministrazione inoltre possiamo definire gli *amministratori esecutivi* che invece sono soggetti che hanno un qualche incarico gestionale nell’impresa o in una sua controllata (Comitato CG, 2020).

Castellani e Picconi (2009) danno un ulteriore contributo per comprendere la definizione degli amministratori di una società, infatti un amministratore non esecutivo non è detto automaticamente indipendente, questo status viene raggiunto soddisfacendo ulteriori requisiti. L’indipendenza infatti è una situazione di fatto e non un giudizio di valore e deve essere periodicamente valutata dal C.d.A. e comunicata al mercato.

2. *Top management*: è composto dai dirigenti della società che si occupano della gestione operativa dell’impresa che però non sono membri del consiglio di amministrazione. Il loro ruolo è centrale, in quanto si occupano della gestione operativa della società assumendosi la responsabilità della pianificazione e del controllo della stessa.
3. *Azionisti*: sono quei soggetti che detengono almeno una quota di capitale sociale. Essi sono considerati *azionisti significativi* quando direttamente o indirettamente controllano la società e sono in grado di influenzarne notevolmente l’attività.

³ All’interno dell’elaborato verrà utilizzata anche la parola “board” per denominare il C.d.A.

⁴ Art. 147-ter, TUF .

Il rapporto tra questi tre tipi di attori non è semplice perché mette in relazione interessi diversi. Questa relazione è stata analizzata secondo la Teoria dell'Agenzia in cui vi è un principale (l'azionista) che delega ad un agente (il manager) un determinato compito. È intuitivo come gli interessi dei gruppi di soggetti possano divergere, i primi orientati maggiormente ad un incremento del valore delle loro quote azionarie e i secondi più orientati ad accrescere il proprio prestigio personale.

La Teoria dell'Agenzia analizza i costi prodotti dagli interessi divergenti di questa relazione. In questo contesto i costi sono fondamentalmente tre: i primi sono i *costi di monitoraggio* che devono sostenere gli azionisti per assicurarsi che i manager agiscano nel loro interesse. Dopodiché ci sono i *costi di legame* che sono costi sostenuti dai manager per assicurare gli azionisti in caso di danni per cui sono direttamente responsabili. Infine ci sono i *costi per la perdita residua* che sono dati dalla differenza delle decisioni dei manager nel caso agissero davvero negli interessi degli azionisti e le decisioni che poi effettivamente prendono (Saltaji, 2013).

Questa situazione fa sì che di fatto gli amministratori abbiano un ruolo chiave nel monitoraggio e nella riduzione di questi costi d'agenzia. Ad essi spetta quindi il compito di fare in modo che il management agisca nell'interesse degli azionisti anche grazie a strumenti come politiche di remunerazione e di gestione del rischio o grazie alla creazione di piani di successione e di efficienti sistemi di controllo.

In accordo con quanto sostiene Mohamad (2004), l'esistenza delle imprese è giustificata dal fatto che esse sono entità legali create dalla società poiché efficienti nella creazione di valore e la società stessa può beneficiare dal loro operato. Esse contribuiscono alla crescita e lo sviluppo economico di un paese contribuendo a migliorare gli standard qualitativi della vita delle persone.

Ma perché questo accada è necessario che le imprese stesse siano efficienti, e per esserlo la Governance deve essere ben strutturata sotto tutti i punti di vista.

Secondo il lavoro di Millestein (1998) la Corporate Governance si svolge all'interno delle imprese e il suo successo dipende essenzialmente da investitori, amministratori e manager. Inoltre, una società dovrebbe focalizzarsi su quattro aspetti fondamentali se vuole essere efficace nell'attrarre capitali:

Correttezza: assicurando la protezione dei diritti degli azionisti con particolare attenzione di quelli di minoranza che tendenzialmente richiedono una tutela maggiore.

Trasparenza: che si ottiene tramite un efficace sistema di comunicazione chiaro e comparabile che deve riguardare aspetti come la performance, la governance e gli assetti proprietari.

Responsabilità: chiarendo quali sono i ruoli e definendo le responsabilità dei principali attori della società assicurandosi che gli interessi di azionisti e manager convergano.

Affidabilità: assicurando che l'azienda agisca in modo conforme alla normativa vigente e ai regolamenti riflettendo quelli che sono valori etici e morali della società.

1.2.1 *Il Codice di Corporate Governance italiano*

Questi quattro punti appena citati sono punti fondamentali per la buona gestione del governo societario. In Italia, per assicurare il rispetto di questi punti, in particolare esiste un ente chiamato Comitato per la Corporate Governance che ha lo scopo istituzionale di promuovere “*il buon governo societario delle società italiane quotate*” (2020, p.1). Inoltre, questo comitato si occupa di allineare quelle che vengono definite come “*best practice*”⁵ agli standard internazionali assicurandone annualmente il monitoraggio.

Secondo l'interpretazione di Bianchi (2020), l'ultimo codice del 2020 ha subito grandi modificazioni rispetto ad alcune rivisitazioni che erano state fatte negli anni precedenti che, avevano sì apportato delle modifiche, ma senza significativi cambiamenti. Rispetto alla prima versione del 1999, i cambiamenti principali sono essenzialmente due. Un primo elemento caratterizzante del nuovo codice è il fatto che sia stato elaborato con la partecipazione degli emittenti permettendo a società medio-piccole a proprietà familiare, tendenzialmente poco considerate nel dibattito, di portare avanti le loro istanze. Un altro elemento di fondamentale importanza che possiamo osservare nel nuovo codice è la sistematizzazione del tema della sostenibilità d'impresa nella gestione delle società quotate. L'orientamento quindi diventa di lungo termine con una visione allargata della gestione dei rischi. Un obiettivo quindi primario diventa quello di perseguire, cito testualmente, un “*successo sostenibile*” dell'impresa, ciò ovviamente senza dimenticare gli interessi degli azionisti, ma allo stesso tempo richiedendo una maggiore attenzione per gli stakeholder in modo da garantire la sostenibilità nel tempo dell'impresa.

Il passaggio fondamentale che fa Bianchi (2020) è quello nel quale sottolinea come “*il codice attribuisce all'organo di amministrazione la responsabilità di integrare gli obiettivi di*

⁵ Pratiche che vengono considerate più virtuose in tema di Corporate Governance

sostenibilità nella definizione delle strategie, nel sistema di controllo interno, di gestione del rischio e nelle politiche di remunerazione”.

Secondo questa interpretazione il codice ha fatto dei grandi passi avanti in termini di responsabilità sociale d'impresa. Tuttavia ci sono molti aspetti da tenere in considerazione quando si parla di RSI, cambiamenti radicali e strutturali richiedono tempistiche lunghe, perché un conto è esprimere la volontà di voler applicare determinate politiche, un altro è poi l'effettiva implementazione nei processi aziendali.

Per dare un'idea più chiara di quello che viene richiesto alle società italiane di seguito verrà presentata una breve disamina di alcuni punti fondamentali presenti nel codice. Innanzitutto è importante specificare che il codice viene adottato su base volontaria, ossia le imprese possono liberamente decidere se aderirvi o meno, una volta che hanno aderito, esse possono anche decidere di non seguire una determinata raccomandazione motivandone la scelta con una logica “*comply or explain*”⁶. Alcune norme sono tarate in base alla dimensione dell'impresa e se non applicabili, non è richiesta una specifica giustificazione. (Comitato Corporate Governance, 2020).

Seppur aderire al codice sia una scelta volontaria, le imprese vi aderiscono per una serie di motivazioni. La prima è abbastanza intuitiva, prima di tutto una società che aderisce al codice ha un ritorno in termini di reputazione. In secondo luogo, aderire a quelle che sono considerate le “*best practice*” a livello internazionale si ritiene essere tendenzialmente una buona strada: da un lato per adattarsi alle pratiche più recenti in tema di governance, dall'altro lato, per permettere di rimanere aggiornati su quelli che sono gli standard richiesti dalla società e dagli investitori⁷.

Essenzialmente il Codice si occupa quindi di fornire principi e raccomandazioni che le imprese dovrebbero seguire in sei aree di Governance fondamentali: il ruolo dell'organo di amministrazione, la composizione degli organi sociali, il funzionamento del board e il ruolo del presidente e del C.d.A., la remunerazione, il sistema di controllo e di gestione del rischio. Inoltre vengono date raccomandazioni per quelli che sono il processo di nomina degli amministratori e l'autovalutazione dell'organo di amministrazione che verranno analizzati nel prossimo capitolo in quanto fondamentali per comprendere la parte empirica dell'elaborato.

⁶ Logica che prevede il rispetto di una raccomandazione “*comply*” oppure una motivazione del perché non la si è seguita “*explain*”.

⁷ Come ad esempio la maggiore trasparenza in termini di reporting in tema di sostenibilità.

1.3 CG e RSI evolvono di pari passo?

I precedenti paragrafi hanno messo in evidenza alcuni degli aspetti principali della Responsabilità Sociale d'Impresa e della Corporate Governance e appare piuttosto evidente che queste due ambiti della vita aziendale siano profondamente legati.

Le imprese negli ultimi anni si soffermano sempre più a riflettere sulla possibilità di interpretare la RSI come un'opportunità da cogliere e non come un semplice costo aggiuntivo, rimodulando la propria governance in modo da essere capace di attuare efficacemente politiche sociali e di sostenibilità. Le grandi imprese quotate e multinazionali hanno un ruolo cruciale nello sviluppo economico, sociale e ambientale. La RSI dovrebbe costituire uno dei driver principali per costruire la mission e la struttura societaria in ottica di sostenibilità (Del Baldo, 2009).

Per una corretta implementazione di politiche di sostenibilità e responsabilità sociale è quindi necessaria una diffusione interna di una cultura che si basi sull'RSI. Non è quindi solo sufficiente che le società si dotino di strutture, funzioni e comitati per affrontare il tema, ma diventa quindi necessaria un'integrazione che riguarda tutta la struttura societaria in grado di diffondere la sostenibilità come valore comune per l'impresa. Questo processo può avvenire sia tramite l'utilizzo di una efficace comunicazione interna, che tramite percorsi di formazione prestabiliti (Impronta Etica, 2013).

Il Codice di Corporate Governance Inglese sostiene fortemente il ruolo del C.d.A. nella diffusione della cultura aziendale. Esso infatti recita *“uno dei ruoli chiave del C.d.A. include la determinazione della cultura, dei valori e dell'etica aziendale. È importante che il board imponi i toni dall'alto in modo corretto. Gli amministratori dovrebbero dare l'esempio e garantire che gli standard di comportamento siano diffusi in tutti i livelli dell'organizzazione. Ciò aiuterà a prevenire comportamenti scorretti, pratiche non etiche e la realizzazione di successi a lungo termine* (FRC⁸, 2016 p.6).

Anche il codice di Corporate Governance (2020) italiano sostiene come principio che *“L'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile”*⁹.

Al giorno d'oggi non si può più parlare di successo sostenibile senza considerare l'importanza della RSI. La domanda infatti a cui vuole provare a rispondere questo elaborato parte proprio da questo punto.

⁸ Financial Report Council, ente che si occupa di promuovere le best practice in tema di governance in UK

⁹ Il codice lo definisce come la creazione di valore nel lungo periodo a beneficio degli azionisti tenendo però conto degli stakeholder rilevanti per la società

Come abbiamo potuto osservare sembra indubbio il ruolo cruciale degli amministratori nel diffondere la cultura aziendale all'interno dell'impresa e di pianificare una strategia di lungo termine che sia sostenibile. Questo però porta a una questione che troppo spesso non viene nemmeno menzionata dalle ricerche che fino ad ora sono state fatte sull'argomento. Se il ruolo degli amministratori in tema di RSI, con particolare riferimento alla sostenibilità ambientale è così di vitale importanza, diviene interessante comprendere cosa richiedano effettivamente le società a livello qualitativo¹⁰ come pre-requisito per essere parte del consiglio di amministrazione.

La domanda quindi a cui si vuole rispondere in questo elaborato è:

“Data la crescente importanza della RSI, è possibile osservare che questa si rifletta sui requisiti richiesti per diventare eleggibili nei board delle società quotate italiane?”.

Se gli amministratori non hanno alcuna competenza in tema di RSI e sostenibilità ambientale, diventa difficoltoso pretendere che essi siano in grado di diffondere questo tipo di cultura all'interno dell'impresa e nella definizione delle strategie societarie. Con questo non si vuole affermare che senza la presenza di soggetti esperti in tema di sostenibilità la società non sia in grado di avere delle efficaci politiche in tema di RSI. Ciò che si vuole indagare però, è se attraverso i comunicati dei C.d.A. uscenti e tramite l'analisi delle relazioni sulla Governance redatte dagli emittenti, si percepisca una richiesta di soggetti esperti sul tema all'interno dei board.

Sembra infatti ragionevole pensare che un board con all'interno almeno un amministratore con esperienze o background in tema di sostenibilità, specialmente se facente parte del comitato che si occupa del tema, possa avere un impatto positivo in termini di politiche di RSI.

Inoltre lo studio in questione si occupa anche del fatto di verificare, come vedremo nel capitolo 3, nel caso in cui ci sia stata effettivamente una richiesta più o meno esplicita di requisiti in tema di sostenibilità, se con la nomina del nuovo C.d.A. questa richiesta sia stata poi accolta.

¹⁰ Per qualitativo si intende a livello di background professionale, manageriale e di studi

2. *La Governance impatta sulla Responsabilità Sociale d'Impresa?*

2.1. *Il processo di nomina e l'orientamento degli amministratori*

Il processo di nomina degli amministratori è un momento fondamentale della gestione d'impresa. Con esso si designano ed eleggono gli amministratori, persone responsabili per la scelta delle strategie societarie. Analizzare questo procedimento può essere di grande aiuto per comprendere come la RSI possa essere implementata anche all'interno dei C.d.A. delle imprese. C.d.A., che sono responsabili della definizione delle strategie societarie, pertanto, la loro composizione può avere un grande impatto nel caso si vogliano implementare politiche di RSI.

In Italia, il processo di nomina per le società che hanno adottato il sistema di amministrazione tradizionale¹¹ è regolamentato secondo le disposizioni del diritto societario e in particolare dall'art. 2383 del codice civile: *“La nomina degli amministratori spetta all'assemblea, fatta eccezione per i primi amministratori, che sono nominati nell'atto costitutivo, ...”*.

Il Codice nello stesso articolo inoltre stabilisce che gli amministratori non possono essere nominati per un periodo superiore ai tre esercizi e la loro carica cessa nel momento in cui viene convocata l'assemblea per l'approvazione del bilancio relativo al loro ultimo anno di carica.

Le liste con i nominativi dei candidati, per quanto riguarda le società quotate, vengono presentate da un gruppo di azionisti qualificati secondo i criteri stabiliti dall'art. 147-ter del TUF¹², che recita: *“lo statuto prevede che i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati e determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione di esse, in misura non superiore a un quarantesimo del capitale sociale o alla diversa misura stabilita dalla Consob con regolamento tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate”*. Inoltre, se previsto a livello statutario, le liste possono essere presentate dal Consiglio di Amministrazione ma devono essere ratificate dal presidente dell'assemblea degli azionisti.

La responsabilità per la nomina dei nuovi amministratori è quindi affidata agli azionisti, che riuniti in assemblea ordinaria hanno il diritto di esprimere la propria preferenza sulle liste di candidati presentati, i quali devono rispettare determinati requisiti di eleggibilità. Inoltre, lo

¹¹ Nel 2018 rappresentavano il 92% della capitalizzazione di mercato

¹² Testo Unico della Finanza

statuto societario può richiedere ulteriori requisiti per la loro elezione inerenti all'onorabilità, alla professionalità e all'indipendenza.

Il sistema di nomina in Italia per gli amministratori nelle società quotate è caratterizzato da quello che viene definito il *voto di lista*. Con l'introduzione della Legge 28 dicembre 2005, n. 262, questo sistema di voto è stato reso obbligatorio nelle società quotate. La Legge recita: *“Salvo quanto previsto dall'articolo 2409-septiesdecies del codice civile, almeno uno dei membri del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con la lista risultata prima per numero di voti”*. Questo sistema permette quindi di definire ex ante liste di maggioranza e di minoranza, dando l'opportunità anche agli azionisti di minoranza di eleggere un proprio rappresentante nel C.d.A..

Questo sistema può essere definito come una peculiarità italiana, in quanto è difficile ritrovare un sistema di voto simile in altri paesi europei, tuttavia se da un lato è vero che in questo modo si tutelano maggiormente le minoranze, dall'altro questo sistema indubbiamente accresce il rischio di un abuso da parte delle stesse (Alvaro et al., 2012).

È interessante notare come in materia di designazione, di nomina e di composizione degli organi amministrativi delle società quotate italiane, negli anni sono stati fatti molti interventi a livello normativo. La composizione e la nomina del C.d.A. in Italia è avvertita quasi esclusivamente come un tema di puro diritto societario, senza soffermarsi sulla effettiva valorizzazione del profilo imprenditoriale degli emittenti. Ne consegue che ci sia una limitata attenzione al ruolo del C.d.A. uscente in fatto di designazione, cosa non vista di buon grado da investitori esteri abituati a questo genere di prassi. Di fatto, la stratificazione di interventi normativi ha portato a una forte riduzione dell'autonomia statutaria per gli emittenti, limitando quindi la libertà di impresa degli stessi (Richter, 2016).

Si fa quindi riferimento al fatto che in tema di nomine ci si focalizzi molto sulla parte giuridica e poco sulla parte economica-imprenditoriale della società.

Richter (2016) giudica in modo piuttosto negativo il fatto che il sistema di nomina in Italia sia così rigido e non capace di adattarsi alle esigenze di un mercato mutevole, dissuadendo di fatto possibili investitori. Infatti, in altri paesi Europei, l'ordinamento prevede un diverso sistema di nomina che, in fatto di designazione, vede protagonisti gli amministratori uscenti. Questo sistema può avere anche dei risvolti negativi, ad esempio negli Stati Uniti, ciò che spesso si verifica è che di fatto gli amministratori in carica hanno praticamente il monopolio sulla scelta

dei candidati per la successiva composizione del board. Tuttavia, in Italia si è in una situazione completamente opposta, dove gli amministratori uscenti hanno esclusivamente il potere di cooptare ovvero sostituire amministratori in corso d'opera ed esprimere pareri non vincolanti sul background professionale richiesto. In questa prospettiva sarebbe quindi auspicabile trovare un sistema intermedio che preveda una maggiore libertà statutaria in fatto di nomina, focalizzandosi maggiormente sul ruolo degli amministratori e sui profili che gli stessi considerano ottimali per la formazione di un board. Questo sarebbe possibile abbandonando l'idea che la nomina degli amministratori sia questione esclusiva del diritto societario e dando quindi maggior importanza al profilo imprenditoriale dei singoli emittenti.

In tema di nomina interviene anche il Codice di Corporate Governance (2020), che attraverso l'art. 4, tenuto conto della normativa vigente e una volta definiti i principi sul quale si basa, dà delle raccomandazioni alle quali le imprese dovrebbero cercare di attenersi.

I due principi che il codice esprime in questo articolo si basano sul fatto che l'organo di amministrazione deve assicurare che il processo di nomina sia trasparente e funzionale, inoltre viene richiesto che lo stesso organo valuti regolarmente l'efficacia sia del proprio lavoro che di quello dei componenti del board (Codice di Corporate Governance, 2020).

Un ruolo centrale all'interno del processo di nomina è delegato al comitato nomine che è normalmente composto da un numero ridotto di amministratori indipendenti. Il comitato ha funzioni propositive in fatto di designazione e ha la possibilità di formulare orientamenti su dimensione e composizione del nuovo board. Si ritiene essere un comitato particolarmente utile laddove la società abbia una proprietà piuttosto polverizzata (Lener, 2007).

Secondo le disposizioni del codice civile, all'art. 2386 *“Se nel corso dell'esercizio vengono a mancare uno o più amministratori, gli altri provvedono a sostituirli con deliberazione approvata dal collegio sindacale, purché la maggioranza sia sempre costituita da amministratori nominati dall'assemblea. Gli amministratori così nominati restano in carica fino alla prossima assemblea ...”*. Al comitato nomine spetta il compito di proporre i nomi in questo processo di cooptazione.

Lo stesso Codice definisce alcune raccomandazioni in merito a questo comitato. In primis, il comitato nomine deve essere composto in maggioranza da amministratori indipendenti e inoltre deve fornire supporto nell'autovalutazione dell'organo amministrativo che deve avvenire ogni 3 anni. Infine dovrebbe coadiuvare il C.d.A. nella presentazione di una lista di candidati per l'elezione del nuovo board.

Nell'art. 4 al punto 23 inoltre il Codice afferma che l'organo di amministrazione "*esprime, in vista di ogni suo rinnovo, un orientamento sulla sua composizione quantitativa e qualitativa ritenuta ottimale, tenendo conto degli esiti dell'autovalutazione*". Questo orientamento dovrebbe poi essere pubblicato sul sito web della società con congruo anticipo rispetto alla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea relativa al suo rinnovo (Codice di Corporate Governance, 2020).

Questo passaggio è fondamentale in quanto soggetti che hanno lavorato come amministratori per la società, quindi conoscitori di quelli che sono i requisiti necessari per svolgere al meglio il lavoro di amministratore, possono dare un importante contributo influenzando gli azionisti sulla futura scelta di voto. In questo contesto, con la presentazione del documento sulla composizione qualitativa, si può evincere se si ritiene necessaria la presenza di soggetti esperti in tema di sostenibilità all'interno del board. Ovviamente, le competenze richieste possono essere molto diverse in base al campo nel quale opera la società.

Inoltre, ad oggi, è difficile definire a priori che tipo di percorso deve avere fatto una persona per poter essere definita esperta in tema di sostenibilità o RSI. Fino a pochi anni fa era difficile anche solo pensare all'esistenza di corsi di laurea o di formazione che permettessero di avere una sorta di certificato che attestasse l'expertise sul tema. Motivo per cui, non è semplice neanche definire in modo chiaro e lineare la richiesta di un determinato background, a differenza magari di un soggetto esperto in scienze bancarie o in ambito giurisprudenziale.

Fatta questa premessa, osservare cosa effettivamente le società chiedono può essere utile per comprendere se i C.d.A. uscenti considerano importante il tema della RSI anche all'interno dei consigli di amministrazione. Considerato il maggiore impatto che la RSI sta avendo su tutta la gestione societaria, se si osservasse un dato positivo, ossia che effettivamente si cercano queste competenze, ciò potrebbe essere davvero sintomo di un cambio di paradigma. Paradigma che vedrebbe quindi davvero centrale il ruolo della RSI nella gestione societaria e nella composizione del board che ne pianifica la strategia.

2.2 La disclosure e la Direttiva 95/UE

La disclosure aziendale tratta essenzialmente della divulgazione di tutte quelle informazioni che possono influenzare le scelte di investimento. Con essa vengono rivelate notizie, dati o dettagli operativi. Al mercato possono essere rivelate sia notizie positive che negative, le quali

possono avere un impatto più o meno importante sulla reputazione e sul valore delle quote azionarie dell'impresa (Segal, 2020).

La disclosure ha un grande potenziale per l'implementazione delle politiche di RSI, attraverso l'ausilio di strumenti di divulgazione possono essere comunicate attività, processi e modalità con le quali vengono perseguiti obiettivi sociali e di sostenibilità.

Al di là dell'obbligatorietà della divulgazione di alcune informazioni, ci sono valide motivazioni per cui la disclosure aziendale, in tema di RSI, dovrebbe essere fatta in modo efficiente. Innanzitutto, in riferimento alla *trasparenza* cui si si faceva menzione nel primo capitolo, le imprese che divulgano con continuità e in modo chiaro possono avere un ritorno non indifferente in termini di reputazione, diminuendo le asimmetrie informative tra impresa e stakeholder. Inoltre anche istituzioni ed enti di controllo, avendo accesso ad un'informativa più dettagliata, possono effettuare un miglior monitoraggio su temi ambientali e sociali. Infine, anche i consumatori possono beneficiare della divulgazione delle imprese su temi di RSI, avendo una maggiore conoscenza di come esse si comportano e potendo di conseguenza fare scelte di consumo più consapevoli.

Quando si tratta di disclosure aziendale, è importante fare una netta distinzione tra la divulgazione obbligatoria e quella volontaria.

Quando si parla di *mandatory disclosure* ci si riferisce a quelle informazioni che vengono redatte e divulgate dalle società e necessarie al fine di rispettare determinate normative e regolamenti. Le informazioni prodotte in questo tipo di disclosure sono standardizzate e rispettano parametri specifici. Un classico esempio di divulgazione obbligatoria è il bilancio d'esercizio che deve essere redatto periodicamente e deve rispettare gli standard qualitativi richiesti. Questo tipo di informazioni essendo tendenzialmente di carattere quantitativo, permette anche la comparabilità tra le società.

La *voluntary disclosure* si ritiene essere invece una pratica di accompagnamento alle informazioni prodotte in modo obbligatorio. Queste non sono richieste dalla legge, ma forniscono informazioni più esaustive sull'attività societaria. Tendenzialmente la divulgazione volontaria non riguarda aspetti di carattere economico o finanziario ma si concentra su temi come ad esempio l'impatto ambientale della società o gli assetti proprietari.

Le informazioni che si andranno ad analizzare nel terzo capitolo riguardano gli orientamenti espressi dai C.d.A. uscenti inerenti alla composizione dei nuovi board. Queste informazioni,

riguardando gli assetti proprietari e non essendo richiesti per legge, possono essere classificati come divulgazione volontaria degli emittenti.

A conferma della maggiore importanza della RSI, anche in tema di reporting, gli standard qualitativi stanno migliorando molto negli anni. Non è infatti casuale che il 30 dicembre 2016 la Direttiva UE 95/2014 sia stata recepita in Italia mediante il d.lgs. n.254 in materia di “*comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese...*” (Caputo, 2019).

L’obiettivo di questa direttiva è di introdurre e promuovere comportamenti virtuosi, migliorando di fatto la trasparenza nella divulgazione di informazioni di carattere non finanziario e di accrescere la fiducia di stakeholder, investitori e consumatori. Questa normativa si applica ad imprese di grandi dimensioni con in media più di 500 dipendenti (PWC, 2017).

C’è quindi un importante passaggio per quel che riguarda l’informativa non finanziaria sui temi di Responsabilità Sociale d’Impresa: si passa da una logica puramente volontaria ad una obbligatoria.

La direttiva, denominata anche *Barnier*, ha l’obiettivo di rendere le informazioni non finanziarie comparabili e accessibili, senza però andare a minare la discrezionalità delle società nello scegliere quali informazioni rilasciare, basandosi su una logica “*comply or explain*”. Le società sono quindi tenute a presentare una documentazione in cui vengono trattate informazioni di carattere ambientale, sociale, inerente ai diritti umani, al trattamento dei dipendenti e contro la corruzione. Inoltre devono essere fornite informazioni sull’impatto dell’attività societaria, sui rischi delle politiche intraprese e sulla composizione del board in relazione alla diversità di genere (Caputo, 2019).

La motivazione che ha spinto il legislatore ad implementare una direttiva come questa, trova giustificazione nel fatto che la stessa può portare benefici sia interni che esterni all’impresa.

A livello interno si ha una maggiore comprensione di quelli che possono essere punti di forza e punti critici della gestione d’impresa e viene sottolineato il collegamento tra le prestazioni finanziarie e non. Inoltre, con un migliore reporting, si tende ad avere un efficientamento dei processi, cercando di evitare di incappare in problematiche di natura ambientale e sociale. A livello esterno si ha un effetto di miglioramento della fiducia da parte degli stakeholder comunicando al mercato il maggiore impegno nel perseguimento dello sviluppo sostenibile (Caputo, 2019).

Inoltre la Direttiva UE 95/2014 è attualmente¹³ in fase di rielaborazione, prevedendo una consultazione pubblica che permetta agli stakeholder di esprimere il proprio parere sull'attività di comunicazione che le imprese dovrebbero fare. L'obiettivo è quello di risolvere le principali problematiche relative alla direttiva, individuate in un paper¹⁴ di background pubblicato dalla Commissione Europea, offrendo possibili soluzioni (Fondazione per lo Sviluppo Sostenibile, 2020).

È interessante osservare che anche l'atteggiamento della Commissione Europea in tal senso guardi ad una logica pluralista e che quindi richieda espressamente che le istanze vengano portate avanti dagli stessi stakeholder. Tra questi troviamo aziende, autorità pubbliche, società civile e organizzazioni non governative. Sicuramente una normativa aggiornata mediante il contributo di questi enti può essere più efficace, in quanto essi stessi sono spesso il target di riferimento per questo tipo di comunicazione.

In completa controtendenza rispetto a quella che dovrebbe essere una trasparente disclosure aziendale vi è un fenomeno che riguarda la comunicazione delle imprese, esso è il cosiddetto *greenwashing*.

Con questa parola si sta ad indicare come alcune imprese o enti costruiscano la loro immagine in maniera ingannevole. L'obiettivo di questo tipo di strategia è quello di dare un'immagine sostenibile ed ecologica della propria impresa, quando in realtà si tratta solamente di apparenza. Si cerca quindi di sviare l'attenzione dei vari stakeholder sugli effetti ambientali negativi prodotti dall'attività d'impresa (Castiglione, 2020).

Fenomeni come questo andrebbero il più possibile limitati ed eliminati, in quanto estremamente dannosi per la fiducia che gli stakeholder ripongono nelle imprese in generale ed anche a tutela di tutte quelle società che invece sono veramente impegnate in attività sostenibili.

Questa analisi sulla disclosure è volta a dimostrare come la divulgazione stia assumendo un ruolo sempre più centrale in riferimento alla RSI. Motivo per cui l'analisi presentata nel terzo capitolo si focalizzerà proprio sui documenti divulgati dagli stessi emittenti.

¹³ Il periodo di consultazione è partito nel 20 Febbraio 2020 e si concluderà l'11 Giugno 2020 come indicato dal sito della Commissione Europea.

¹⁴ Inception impact assessment.

2.3 *L'approccio multi-stakeholder e la RSI come modello di governance*

Prima di arrivare all'ultimo capitolo, a conferma di quanto la Governance possa impattare sulla RSI, è stato ritenuto stimolante ai fini della riflessione dedicare un paragrafo ad un modello teorizzato qualche anno fa dal professore italiano Lorenzo Sacconi. L'idea che sta alla base della sua teoria è il vedere la Responsabilità Sociale d'Impresa come base per costruire un modello di Corporate Governance.

Questo modello si basa sulla RSI come modello di governo multi-fiduciario dell'impresa, nella quale chi ha la responsabilità amministrativa e gestionale dell'impresa non solo agisce da fiduciario nei confronti della proprietà, ma anche di tutti gli stakeholder (Sacconi et al., 2008).

Le motivazioni dietro alla creazione di un modello come questo non sono solo sociali ma anche economiche. Si parte dall'assunto che i contratti sono incompleti (per definizione), tuttavia gli investimenti sono specifici e di fatto il surplus di una contrattazione dipende dalla realizzazione di attività specifiche previste nel contratto. Ma l'incompletezza contrattuale, unita alla possibilità del verificarsi di eventi imprevedibili, può portare ad una ricontrattazione che di fatto, espropria parte dei benefici attesi per una delle due parti. Questa situazione diventa un grosso disincentivo a investire, creando una situazione di inefficienza economica (Sacconi, 2003).

Il modello elaborato da Sacconi e analizzato da Sacco e Viviani (2006), viene costruito quindi attraverso un "*contratto sociale equo*" che può essere considerato come una evoluzione della teoria dei costi di transazione. L'impresa in questo contesto agisce da coordinatrice che ha il ruolo di distribuire diritti e doveri a coloro che partecipano all'azione collettiva. L'obiettivo è quindi quello di portare, attraverso l'attuazione di questo modello, ad un miglioramento paretiano del benessere collettivo. Il meccanismo che dovrebbe poi spingere le imprese a intraprendere questo ruolo sarebbe l'incentivo reputazionale.

Si costruisce quindi un sistema decisionale di matrice gerarchica, che deve essere capace di eliminare l'opportunismo dei partecipanti all'azione collettiva. Bisogna quindi individuare quale strategia i diversi stakeholder sono disposti ad accettare come accordo intenzionale e si dovrebbe arrivare al contratto sociale equo mediante la cooperazione tra le parti. L'altro punto fondamentale sta nel fatto che ogni membro dell'accordo rispetti quanto dichiarato ex ante, evitando il fenomeno del *free riding*. Questo dovrebbe essere evitato facendo leva sulla reputazione, cioè far sì che se uno stakeholder si dovesse approfittare della situazione allora la sua reputazione dovrebbe esserne danneggiata di conseguenza. (Sacco e Viviani, 2006).

Il modello vede quindi la collaborazione tra gli stakeholder (che hanno interessi e obiettivi diversi), mediante il coordinamento gerarchico dell'impresa, centrale per l'attuazione del modello stesso; esso dovrebbe portare ad un miglioramento paretiano.

Tuttavia un approccio di questo tipo pone alcune problematiche a livello di implementazione, ovvero: come si gestiscono stakeholder che hanno obiettivi diversi, soprattutto se conflittuali? Una possibilità sarebbe quella di definire una strategia comune, che attraverso la contrattazione tra gli stakeholder raggiunga un accordo in un'ottica di cooperazione tra le parti permettendo di bilanciare gli interessi divergenti (Sacconi et al., 2008).

Quest'ottica vede centrali una moltitudine di stakeholder, passando da una logica "*mono-stakeholder*" ad una "*multi-stakeholder*".

Una volta visto come il modello a livello teorico possa essere un interessante spunto per una governance socialmente responsabile, di seguito sono presentati alcuni strumenti per l'implementazione della RSI, suggeriti dal position paper a cura di Sacconi, Baldini, Degli Antoni e Di Nola (2008):

Visione etica d'impresa: nella quale vengono bilanciati gli interessi di tutti gli stakeholder, e non si tratta quindi di una semplice dichiarazione d'intenti.

Codice etico: nella quale vengono esplicitati diritti e doveri dell'organizzazione nei confronti di tutti i suoi stakeholder.

Formazione della cultura d'impresa: come sottolineato anche nel paragrafo 1.3 del primo capitolo di questo elaborato, necessaria al fine di poter diffondere una cultura unitaria trasmettendo i giusti valori e principi etici.

Sistemi organizzativi di attuazione e controllo: ovvero il monitoraggio e il miglioramento che deve essere eseguito all'interno della struttura societaria al fine di allineare al meglio politiche e obiettivi con i valori aziendali.

Rendicontazione sociale: che dovrebbe costruire un adeguato sistema di raccolta e comunicazione dei dati relativi all'impatto dell'attività societaria sul benessere dei vari portatori di interesse.

Verifica e certificazione esterna: che dovrebbe essere svolta da un ente esterno all'impresa, indipendente, che valuti la qualità degli strumenti messi a disposizione dell'impresa per

l'implementazione di politiche di RSI. Punto tra l'altro sostenuto con forza anche dalle imprese¹⁵ stesse.

Dopo aver fatto questa analisi è possibile quindi rispondere alla domanda iniziale del capitolo. Si può quindi affermare che non solo la governance sia fondamentale nell'implementazione dei processi di RSI, ma come dimostrato anche dal modello di Sacconi, la RSI può diventare il punto di partenza da cui costruire un efficace modello di governance.

¹⁵ *Capitolo 1, Paragrafo 1.2.1*

3. Analisi empirica della disclosure aziendale

3.1 Definizione del campione d'analisi

L'oggetto di analisi di questo capitolo è la disclosure aziendale riguardante il tema della Responsabilità Sociale d'Impresa. Si tratta di informazioni prodotte dalle imprese per essere divulgate ai vari stakeholder. L'obiettivo è capire se attraverso i comunicati rilasciati dalle imprese, il tema della sostenibilità sia ritenuto importante per la composizione del board.

L'analisi empirica si focalizza su società emittenti quotate sui mercati regolamentati, organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a.. Il numero delle imprese coinvolte nello studio è 219. Le società in questione, consultabili alla *figura 1.2* presente in *Appendice*, sono rinvenibili alla pagina web di Borsa Italiana¹⁶, dalla quale ne sono state rimosse 8 per tre diverse motivazioni:

- Tre di queste negli ultimi 4 anni si sono fuse con altre società;
- Un'altra è stata rimossa dall'analisi perché appena creata, quindi trattandosi della formazione del primo C.d.A., non è stato possibile esprimere alcun orientamento;
- Quattro invece sono state escluse perché hanno cambiato nome nel corso degli ultimi quattro anni.

Le 219 società sono state scelte come campione d'analisi in quanto buon benchmark di riferimento delle imprese quotate italiane ed inoltre perché la maggior parte di queste aderisce al Codice per la Corporate Governance.

Alle aziende in questione, viene raccomandato di presentare annualmente una relazione sulla Corporate Governance. Borsa Italiana ha raccolto tutte queste relazioni prodotte dagli emittenti fino al 2018, riferiti alla gestione del 2017. Da questi report si evince se è stato espresso l'orientamento del C.d.A. uscente o la politica di diversità della società (in linea con le raccomandazioni del codice) sulla composizione quali-quantitativa del board. Tuttavia non è raro che all'interno di queste relazioni venga fatto un rimando ad altri documenti nelle quali vengono divulgati questi orientamenti.

Oltre al sito di Borsa Italiana, che raccoglie questi dati per monitorare annualmente la situazione delle società italiane a livello di governance, sono stati utilizzati siti¹⁷ web che si occupano della

¹⁶ <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/relazionicg2018.htm>

¹⁷ Come ad esempio eMarket Storage

divulgazione delle informazioni societarie pubblicate dagli emittenti. Inoltre, molte informazioni sono state reperite direttamente dalle pagine web degli emittenti stessi.

Uno dei punti di forza di questa ricerca sta nel fatto che i dati analizzati si basano su un range temporale che va dal 2017 fino ai più recenti cambiamenti dei board avvenuti a maggio 2020. Questo perchè la composizione del board è soggetta a revisione con cadenza triennale. In alcuni casi infatti non è stato possibile analizzare se la composizione del board sia cambiata seguendo le indicazioni del C.d.A. uscente. Seppure sia stato possibile sapere i nomi dei successori, i loro curriculum non erano ancora stati pubblicati dalle varie società, proprio perché in alcuni casi i cambiamenti erano troppo recenti.

3.2 Variabili e costrutti impiegati nell'analisi

Le variabili scelte come elemento d'analisi sono essenzialmente due. Sono quindi stati analizzati due tipi di documenti:

La Relazione sul Governo Societario e gli Assetti Proprietari, nella quale vengono espresse informazioni dettagliate relative alla Corporate Governance redatte dagli emittenti. Tuttavia, spesso questo documento non si è rivelato sufficiente per comprendere l'orientamento del C.d.A. uscente e della società in merito alle figure professionali e attitudini richieste per la composizione del nuovo board.

Il Parere di orientamento sulla dimensione e la composizione del Consiglio di Amministrazione, il quale esprime in modo dettagliato le competenze e le figure professionali ritenute necessarie.

Ciò che si è analizzato quindi, in questi due documenti, è se al loro interno fossero presenti riferimenti al background richiesto per i componenti del nuovo board in tema di RSI e sostenibilità. Questo aspetto viene affrontato nella parte del documento dedicato alle richieste di tipo qualitativo come background professionale, percorso di studi e generiche soft skills personali.

Durante la presentazione dei risultati verrà fatta poi una distinzione tra quelle imprese che fanno una richiesta generale di expertise in tema di sostenibilità e quelle che invece lo richiedono esplicitamente come uno dei pre-requisiti fondamentali.

Una volta controllato attraverso questi documenti se effettivamente viene fatta una richiesta esplicita di esperti in tema di sostenibilità o RSI, è stato verificato se questa richiesta sia stata

poi stata accolta. La verifica quindi è avvenuta andando ad analizzare i singoli curriculum dei soggetti facenti parte del C.d.A. nominati dopo la produzione del documento esaminato. In altre parole se l'orientamento del C.d.A. uscente è stato rilasciato nel 2017, la verifica è stata fatta sul C.d.A. eletto lo stesso anno, discorso che vale anche per gli anni successivi. In alcuni casi, che verranno specificati durante l'analisi, non è stato possibile determinare se i componenti avessero effettivamente l'expertise richiesta, in quanto alcuni board sono cambiati durante la scrittura di questo elaborato. Ne consegue che per un ristretto numero di aziende, nel quale il nuovo C.d.A. non sia ancora stato eletto, non è stato possibile sapere i nomi degli amministratori né verificare il loro curriculum.

Il *modus operandi* che è stato utilizzato nella parte finale della ricerca è stato quello di ottenere informazioni desunte dai curriculum messi a disposizione dalle imprese al fine di verificare se ci fossero delle chiare esperienze pregresse sufficienti a giustificare il fatto di essere considerato un soggetto esperto in sostenibilità o RSI. Le persone che per questo elaborato sono considerate esperte sul tema sono:

- Professori universitari che tengono o abbiano tenuto corsi in ambito di RSI, come ad esempio corsi sulla sostenibilità ambientale o sull'economica circolare.
- Ricercatori o docenti che hanno fatto pubblicazioni in ambito di RSI.
- Persone che si sono distinte nella loro carriera professionale per avere dato un grande contributo per l'implementazione di politiche di RSI all'interno di enti e società.
- Soggetti esperti in energia rinnovabile e in transizioni "green".
- Soggetti facenti parte di comitati o associazioni esterne alle società che si occupano di temi come sostenibilità e ambiente.

Si segnala l'eterogeneità nei comportamenti delle imprese rispetto all'indicazione delle esperienze pregresse degli individui.

Innanzitutto, non essendo obbligatorio esprimere il proprio orientamento sulla composizione del board, molte imprese semplicemente si avvalgono della facoltà di non esprimerlo affatto. Queste società dichiarano la loro scelta nella relazione di governance utilizzando una logica "comply" dando quindi le dovute motivazioni.

Un altro caso, più complicato, è quello dove le imprese dichiarano di avvalersi della facoltà di esprimere il loro orientamento, senza però rivelare alcun dettaglio aggiuntivo a riguardo. Data questa premessa, in alcuni casi, il documento sulla composizione è stato reperito, mentre più frequentemente questo non è stato possibile, probabilmente perché mai pubblicato.

Vi è poi il caso in cui, secondo la relazione sulla governance, è stato espresso l'orientamento del C.d.A. uscente durante un'assemblea con gli azionisti, ma non viene rilasciato un documento dettagliato in grado di esprimere quale sia l'effettivo orientamento dello stesso.

In alcuni casi l'orientamento del C.d.A. è direttamente presente nella relazione sulla governance oppure viene espresso un orientamento della società in generale nelle politiche di diversità presenti nel documento.

Infine c'è il caso di quelle imprese che hanno prodotto un documento apposito dove esprimere gli orientamenti del C.d.A. uscente o delle politiche di diversità per la composizione del board.

Vien da sé comprendere quindi la difficoltà nel trovare e catalogare informazioni con una tale diversità di approccio da parte delle società in questione. Ad ogni modo, ai fini della ricerca, anche tutte quelle imprese, che non hanno espresso alcun parere, (che come si vedrà sono la maggior parte) sono un dato importante ai fini della ricerca.

3.3 I risultati dalle analisi

Di seguito verranno presentati i risultati della ricerca. I dati illustrati si riferiscono ad un periodo che va da gennaio 2017 a maggio 2020.

In primo luogo, è stato determinato quante delle 219 società prese in considerazione esprimono orientamenti sulla composizione del nuovo board o politiche di diversità che siano accessibili. Come illustrato nella *figura 1.3*, 84 società, che corrispondono a circa il 38% del totale, hanno espresso e reso disponibili i loro pareri e/o orientamenti per la composizione ottimale del nuovo board a livello qualitativo. 103 imprese invece, corrispondenti al 47% delle società, non hanno fatto alcuna menzione né ad orientamenti o pareri, né a politiche di diversità. Ci sono poi 25 società che hanno esplicitamente dichiarato di non avere espresso alcun orientamento e altre 7 che lo hanno espresso, ma non è stato possibile verificarne il contenuto.

Solo poco più di un terzo delle società coinvolte ha rispettato la raccomandazione del Codice nel quale viene richiesto di pubblicare l'informativa relativa all'orientamento e alle politiche di diversità.

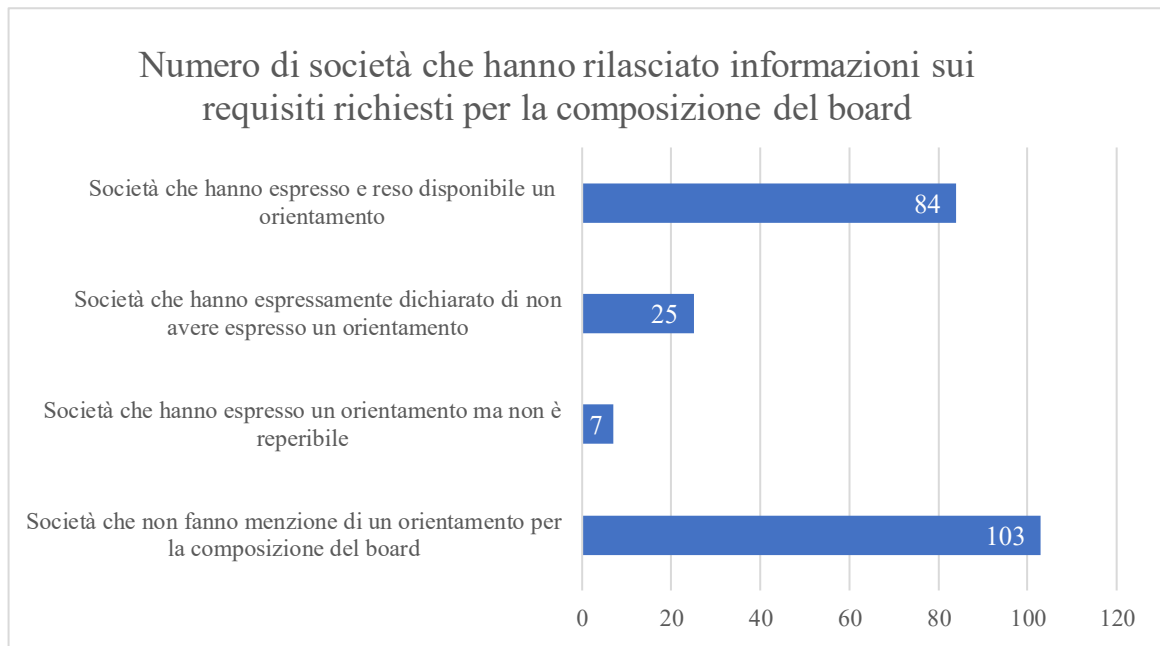


Figura 1.3, Elaborazione personale

Di queste 84 società che hanno espresso un orientamento è stato poi verificato se lo hanno espresso attraverso una relazione a sé stante oppure incorporata alla relazione di governance. Questo dato è stato analizzato perché di frequente, quelle società che pubblicano un documento a sé stante, esprimono in modo molto più dettagliato l'orientamento del board o quello della società.

Avere un documento chiaro e approfondito permette agli azionisti di avere una maggiore comprensione di quelle che sono le skills necessarie per diventare amministratore. Un azionista più informato e consapevole può votare in modo più oculato prendendo decisioni migliori per il futuro della società. Delle 84 società che hanno espresso un orientamento circa due terzi lo hanno fatto con un documento separato (*figura 1.4*).

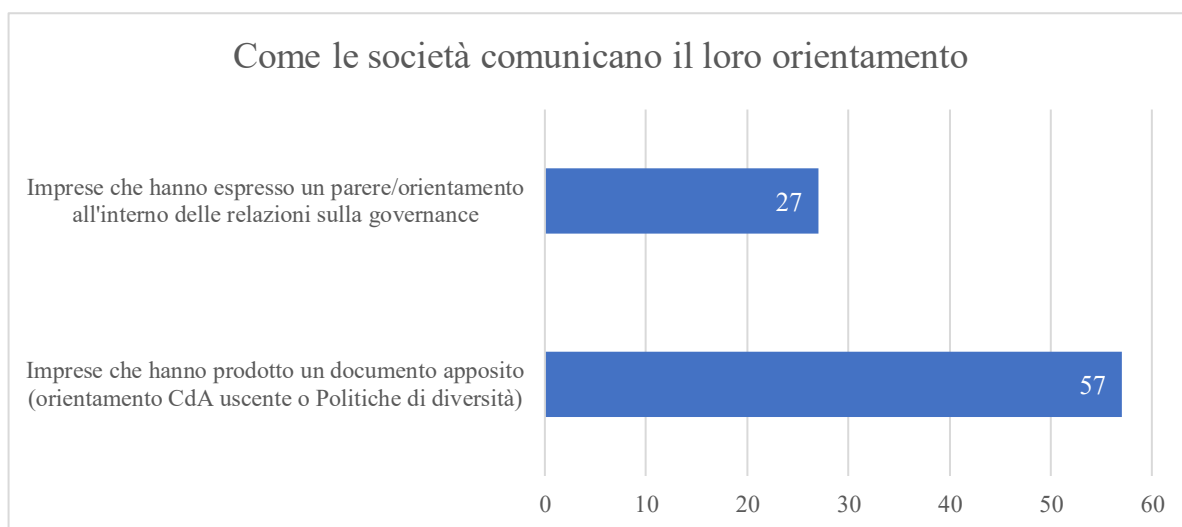


Figura 1.4, Elaborazione personale

È stato poi analizzato quanti di questi 84 orientamenti abbiano fatto menzione dell'importanza della RSI per la composizione del board. Come illustrato nella *figura 1.5*, le imprese gestite da Borsa Italiana che hanno espresso un orientamento nel quale la sostenibilità viene considerata importante all'interno del board sono state 28, corrispondenti al 12% del totale di 219 società analizzate.

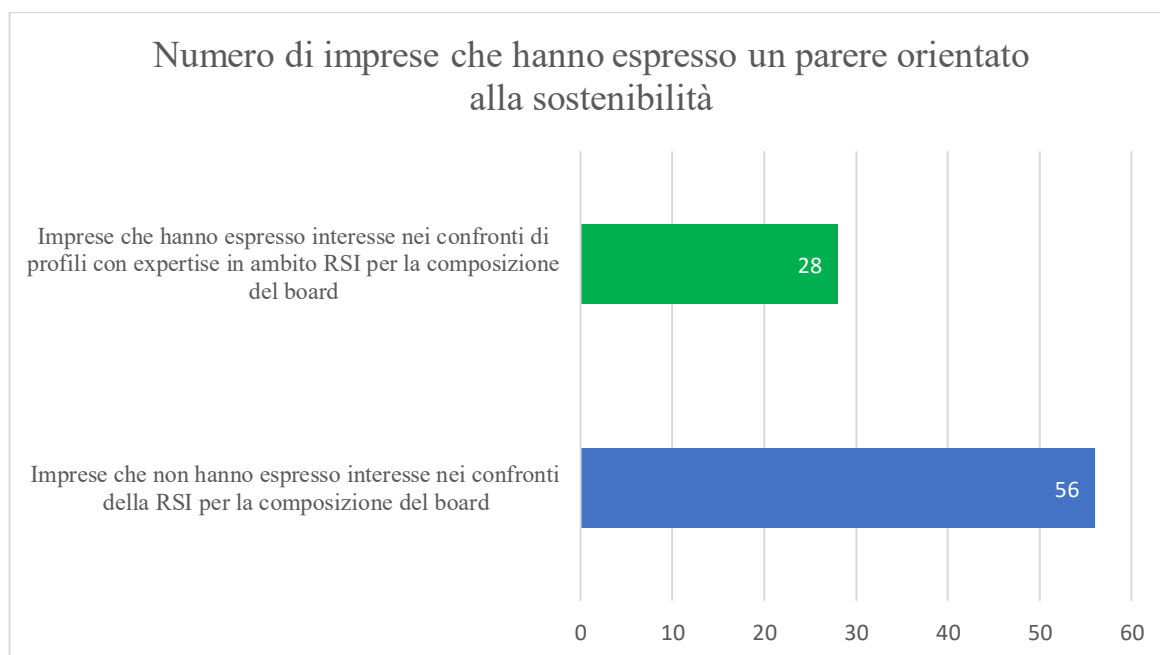


Figura 1.5, Elaborazione personale

Di queste 28 società, come illustrato nella *figura 1.6*, 17 hanno espresso un parere specifico sulla necessità di avere soggetti esperti in tema di RSI o sostenibilità, a differenza delle altre 11 che hanno fatto solo riferimenti generici alla sostenibilità o alla RSI.

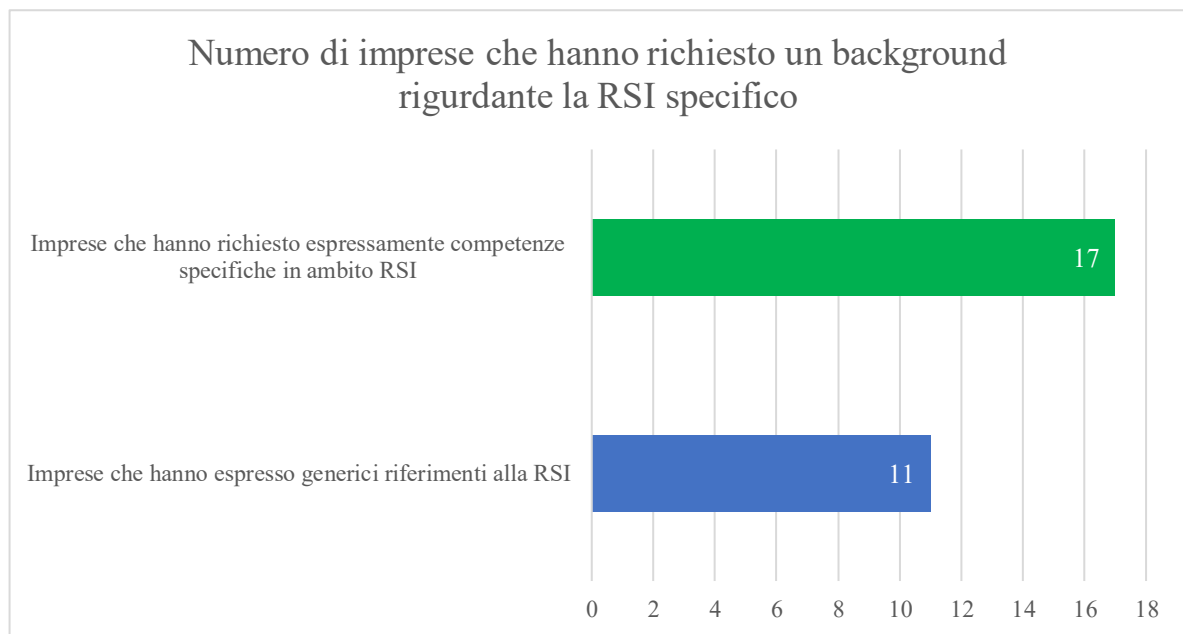


Figura 1.6, Elaborazione personale

Per tutte le 28 società che hanno espresso un interesse in tema RSI (sia specifico che generico) sono stati poi analizzati i C.d.A. eletti nell'esercizio nella quale è stato pubblicato l'orientamento. Tuttavia, come illustrato in *figura 1.7*, in 11 casi i curricula dei C.d.A. non erano stati ancora pubblicati oppure non erano disponibili.

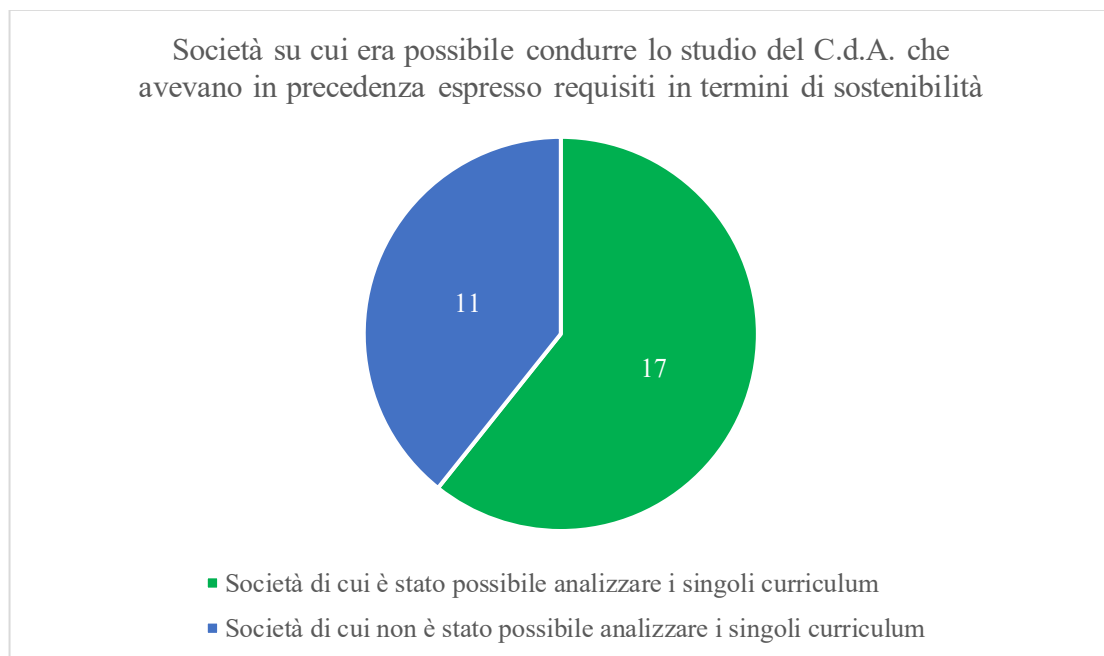


Figura 1.7, Elaborazione personale

L'ultimo passaggio dello studio si è occupato di analizzare i 17 C.d.A. che avevano pubblicato un parere orientato alla sostenibilità. Come è possibile verificare nell'illustrazione a *figura 1.8*,

solo 4 società delle 17 società di cui è stato possibile verificare la composizione del C.d.A. ha eletto soggetti esperti in tema di sostenibilità.

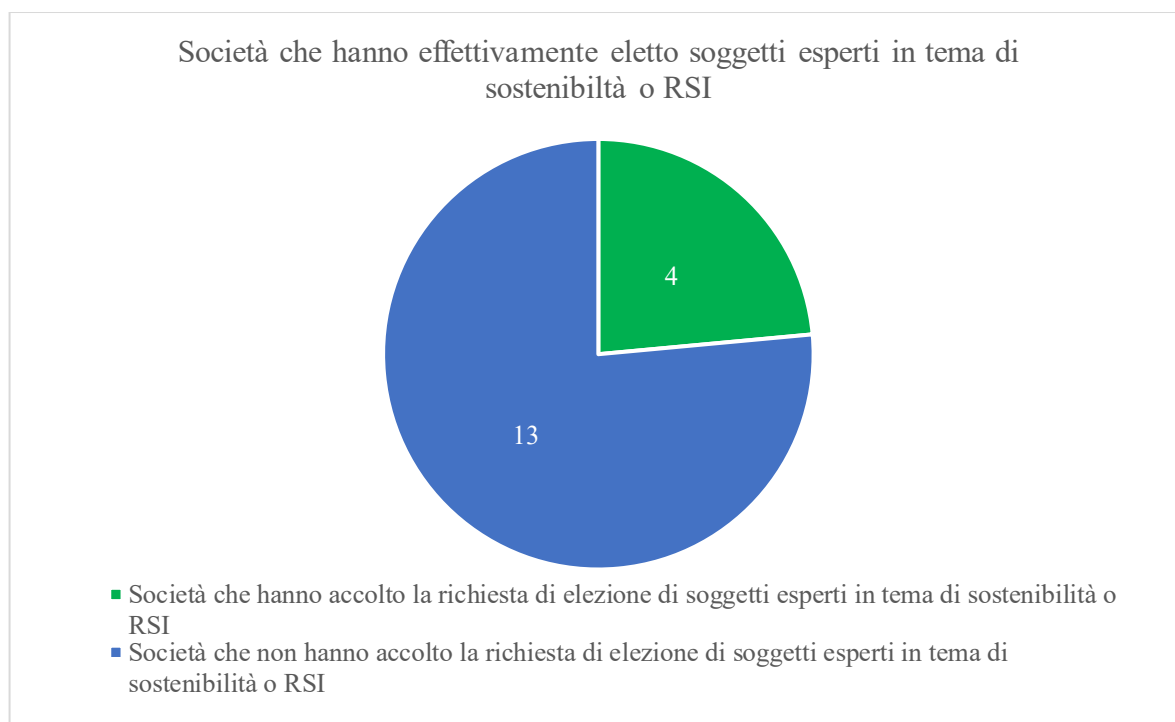


Figura 1.8, Elaborazione personale

3.4 Implicazioni e discussione dei risultati

In quest'ultima parte dell'elaborato verranno presentati alcuni spunti di riflessione basati sui dati analizzati in precedenza.

Prima di iniziare però è necessario chiarire alcune delle limitazioni della ricerca. Innanzitutto, le considerazioni che verranno presentate si basano su dati parziali, ovvero non si sono analizzati tutti i C.d.A. di tutte le 219 società. Questo significa che ci potrebbero essere C.d.A. di società con più persone esperte di sostenibilità, ma non avendo espresso la sostenibilità come pre-requisito per l'elezione non sono state considerate per l'analisi dei C.d.A. Inoltre, un'altra limitazione è relativa al fatto di chi considerare esperto di sostenibilità, trattandosi di una scelta seppur adeguatamente motivata, soggettiva.

Inoltre è importante rimarcare il fatto che con questa analisi non si vuole affermare che le società non si comportano in modo virtuoso, ma semplicemente si vuole verificare se l'expertise in tema di RSI sia considerato importante per diventare amministratore.

Prima di tutto, appare abbastanza evidente, come menzionato in precedenza, che poche società pubblichino informazioni sugli orientamenti dei C.d.A. uscenti e sulle politiche di diversità. Capire cosa percepiscono i C.d.A. uscenti come pre-requisito fondamentale, può dare un'interessante indicazione sulla direzione strategica societaria, essendo gli amministratori i responsabili per la pianificazione della stessa. In tal senso, le società che si sono rivelate più virtuose sono sicuramente i grandi gruppi industriali a partecipazione statale e le banche. Queste ultime anche per rispettare le disposizioni¹⁸ di Banca d'Italia.

Un altro punto che si è potuto osservare è che spesso gli orientamenti espressi e le politiche di diversità si sono rivelati troppo generici. Quando questo si verifica, tale informativa perde di valore in quanto non si fornisce alcuna informazione utile all'azionista ai fini della votazione.

Un dato sicuramente interessante è quello in riferimento a *figura 1.8*, nella quale le società più virtuose sembrano proprio essere le società a proprietà statale. Infatti, le 4 imprese che hanno eletto esperti in materia di sostenibilità o RSI sono Eni, Enel, Leonardo e Saras. Le prime tre sono caratterizzate da una forte partecipazione dello Stato.

Inoltre è stato possibile osservare imprese il cui settore di appartenenza influenza la richiesta di determinati tipi di figure professionali. È ragionevole che società operanti nel campo nella produzione di energia oppure società che hanno una più alta probabilità di avere un impatto rilevante sull'ambiente, siano poi quelle che devono porre più attenzione al tema della RSI. Questo come citato in precedenza sia per una questione di responsabilità, che per evitare eventuali problematiche con stakeholder i quali potrebbero minare la sopravvivenza dell'impresa. Non è infatti casuale che società come Enel e Eni siano risultate le società più virtuose in tal senso eleggendo almeno tre membri a testa con un forte background in tema di sostenibilità. Sarebbe inoltre interessante fare uno studio più ampio e specifico, per analizzare se ci sia effettivamente una correlazione tra la partecipazione statale e la presenza di amministratori esperti in tema di sostenibilità o se questo sia esclusivamente dovuto al settore di appartenenza.

Un altro dato che è stato osservato è che l'informativa da parte delle società varia molto da impresa a impresa. Tendenzialmente le società di dimensioni più grandi divulgano informazioni più dettagliate e precise, probabilmente anche perché soggette ad una maggiore attenzione pubblica. Questo comportamento virtuoso spesso non è stato riscontrato in società di

¹⁸ Disposizioni di vigilanza per le banche Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Parte Prima, Titolo IV, Capitolo I

dimensioni più piccole, anche perché se al di sotto di certe soglie (dimensionali e di ricavi) sono soggette a regolamentazioni meno stringenti sull'informativa da divulgare. Questo rende la comparabilità tra imprese molto più difficile. Ad esempio come evidenziato nella *figura 1.3*, ben 103 su 219 società non fanno alcuna menzione di orientamenti uscenti o politiche di diversità. Se ci fossero informazioni fruibili con più semplicità probabilmente anche la ricerca su cosa richiedono le imprese per diventare amministratore sarebbe molto più semplice, questo non vale solo per la RSI ma per qualsiasi tipo di analisi si voglia fare.

Un altro punto degno di nota è come le imprese decidono di dar visibilità alle caratteristiche degli amministratori. Alcune imprese caricano semplicemente il curriculum degli amministratori, altre scrivono una descrizione dettagliata, altre invece fanno un breve riassunto del curriculum senza in realtà lasciar intendere le caratteristiche principali per le quali sono stati scelti. Forse una maggiore standardizzazione di come gli amministratori vengono presentati aiuterebbe anche a capire da un lato le loro caratteristiche e dall'altro l'orientamento dell'attuale C.d.A.. Ad esempio, se il C.d.A. di una società ha solo esperti di scienze bancarie, probabilmente sarà meno orientato alla RSI rispetto ad uno con almeno un esperto in sostenibilità.

Infine, un altro aspetto da tenere in considerazione è un problema che si pone alla radice della ricerca svolta. Data la maggior importanza della RSI, tanto che comincia ad essere addirittura percepito come importante requisito per la formazione del board di alcune società, non sarebbe perlomeno auspicabile che ci fosse una maggiore chiarezza sulle figure esperte in tema di sostenibilità? Di frequente le richieste che vengono fatte dalle imprese sono molto vaghe e generiche. Una possibile soluzione potrebbe essere da parte delle società quella di definire delle linee identificative più chiare nelle richieste di expertise sul tema. Da parte dei candidati invece, potrebbe essere utile indicare più chiaramente nei propri curriculum se abbiano svolto attività nel campo della sostenibilità o se comunque siano esperti sul tema.

Conclusioni

Questo studio ha come obiettivo quello di indagare se alla crescente importanza della Responsabilità Sociale d'Impresa corrisponda un impatto a livello di Corporate Governance. Nello specifico, questo impatto è stato analizzato tramite lo studio di documenti prodotti dalle società quotate italiane. Si è indagato se attraverso l'analisi della disclosure aziendale, per l'eleggibilità degli amministratori all'interno del board, ci sia una richiesta di soggetti esperti in tema di sostenibilità o RSI.

La risposta a questa indagine non è univoca, le aziende analizzate si comportano in modo diverso. Innanzitutto, più della metà di esse non esprime alcun orientamento. Quasi i due terzi delle imprese che invece si sono espresse sul tema non fanno alcuna menzione di un background in ambito RSI richiesto ai candidati amministratori. Analizzando però dettagliatamente i dati, emerge una differenziazione dei risultati sulla base di specifiche caratteristiche delle imprese esaminate.

Nello specifico, società di dimensioni maggiori sono tendenzialmente più propense a pubblicare orientamenti rispetto a società più piccole. Inoltre, è interessante notare come società a partecipazione pubblica siano più inclini a richiedere soggetti esperti di RSI nei propri C.d.A. e ad avere più esperti di RSI all'interno del board. Infine, il settore di appartenenza influisce sugli orientamenti espressi: le banche, ad esempio, sono la categoria più virtuosa nel pubblicare orientamenti qualitativi e quantitativi per la composizione del board, mentre le società che operano nel campo dell'energia sono quelle più attente a richiedere esperti in materie ambientali.

La risposta alla domanda iniziale quindi non può essere una semplice risposta affermativa o negativa. Questo perché seppur un numero rilevante di imprese dia importanza alla RSI nel processo di nomina degli amministratori, molte imprese non esprimono alcun orientamento in merito alla composizione ottimale del board, né tantomeno si interessano di RSI in questo processo.

Grazie alla ricerca svolta, è possibile avere una maggiore conoscenza di quante società esprimano orientamenti per la composizione del proprio board, quante di queste siano interessate ad avere soggetti esperti di RSI e quante società li abbiano poi effettivamente eletti nei board. Tutto questo aiuta a comprendere se, a livello di governance, le società italiane stiano implementando la RSI all'interno dei processi di nomina.

Nell'ambito del lavoro, sono emersi poi alcuni punti che sarebbe interessante approfondire in un'eventuale ricerca futura. Primo su tutti, sarebbe importante indagare i criteri per definire oggettivamente se una persona è esperta di RSI. La definizione di standard renderebbe più semplice ed efficace qualsiasi ricerca si voglia svolgere sul tema. Un altro punto da approfondire è riferito all'analisi dei C.d.A., che in questa ricerca sono stati analizzati solo parzialmente. Sarebbe infatti importante esaminare tutte le società di questo elaborato e verificare quante di queste abbiano nel board esperti di RSI, rilevando successivamente quanto gli orientamenti pubblicati influiscano sull'effettiva composizione.

Totale parole: 9892

Bibliografia e sitografia

Alvaro, S., Mollo, G. e Siciliano, G., 2012. *Il Voto Di Lista Per La Rappresentanza Di Azionisti Di Minoranza Nell'Organo Di Amministrazione Delle Società Quotate*. [online] Consob. Disponibile su: <<http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg1.pdf/2dd45801-a4dd-482e-9759-37bd94f2b87a>>.

Amey, M., 2019. *Reporting Aziendale Sugli SDG: Pianificazione Per Un Futuro Sostenibile*. [online] PIMCO.it. Disponibile su: <<https://www.pimco.it/it-it/insights/viewpoints/2018/12/corporate-reporting-on-the-un-sdgs-mapping-a-sustainable-future/>> [Data di accesso: 11 maggio 2020].

Bianchi, M., 2020. *Il Nuovo Codice Di Corporate Governance*. [online] Assonime. Disponibile su: <<http://www.assonime.it/assonime/area-stampa/Pagine/Il-nuovo-codice-di-corporate-governance.aspx>> [Data di accesso: 11 maggio 2020].

Caputo, M., 2019. *La Direttiva Europea 95/2014 Il Decreto Legislativo 254/2016 L'ISAE 3000 (Revised)*. [online] ODCEC. Disponibile su: <<https://www.odcec.mi.it/docs/default-source/default-document-library/materiale-didattico-a-cura-dei-relatoricdbd34714cc168548164ff0000ef0ce1.pdf?sfvrsn=0>>.

Castellani, G. e Piconi, C., 2009. *Gli Amministratori Indipendenti Nelle Società Chiuse*. [online] Fondazione Telos. Disponibile su: <https://www.fondazionetelos.it/images/pdf/pubblicazioni/GLI_AMMINISTRATORI_INDIPENDENTI_NELLE_SOCIETA_CHIUSE.pdf>.

Chen, J., 2020. *Corporate Governance Definition*. [online] Investopedia.com. Disponibile su: <<https://www.investopedia.com/terms/c/corporategovernance.asp>> [Data di accesso: 11 maggio 2020].

Comitato Corporate Governance, 2020. *Codice Di Corporate Governance*. [online] Borsa Italiana. Disponibile su: <<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>>.

Commissione Europea, 2011. *Comunicazione Della Commissione Al Parlamento Europeo, Al Consiglio, Al Comitato Economico E Sociale Europeo E Al Comitato Delle Regioni*. Disponibile su: <<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0681:FIN:IT:PDF>>.

Del Baldo, M., 2009. *Corporate Social Responsibility e corporate governance: quale nesso nelle PMI?*. Piccola Impresa / Small Business Journal, 3.

Fondazione per lo Sviluppo Sostenibile, 2020. *Via Alla Consultazione Europea Per La Revisione Della Direttiva Sulle Informazioni Non Finanziarie Delle Imprese*. [online] Disponibile su: <<https://www.fondazionevilupposostenibile.org/via-alla-consultazione-europea-per-la-revisione-della-direttiva-sulle-informazioni-non-finanziarie-delle-imprese/>> [Data di accesso: 16 maggio 2020].

FRC, 2016. *The UK Corporate Governance Code*. [ebook] Financial Report Council. Disponibile su: <https://www.frc.org.uk/getattachment/ca7e94c4-b9a9-49e2-a824-ad76a322873c/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf>

Freeman, R., 1984. *Strategic Management, A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.

Impronta Etica, 2013. *Governance E Diffusione Interna Della Cultura Sulla CSR*. [online] Disponibile su: <[Improntaetica.org. http://www.improntaetica.org/wp-content/uploads/2013/07/Report-Governance-e-diffusione-cultura-interna.pdf](http://www.improntaetica.org/wp-content/uploads/2013/07/Report-Governance-e-diffusione-cultura-interna.pdf)>.

Lener, R., 2007. *Comitati interni e consiglieri "non sorveglianti."* Analisi giuridica dell'economia, 2/2007, pp.366-380.

Millstein, I., 1998. *The basics of stable global economy*. *The Journal of Commerce*, [online] Disponibile su: <https://www.joc.com/basics-stable-global-economy_19981129.html> [Data di accesso: 11 maggio 2020].

Mohamad, S., 2004. *The importance of effective corporate governance*. SSRN Electronic Journal, [online] Disponibile su: <<https://doi.org/10.2139/ssrn.617101>>.

Onu Italia, 2015. *Obiettivo Per Lo Sviluppo Sostenibile*. [online] Disponibile su: <<https://unric.org/it/agenda-2030/>> [Data di accesso: 11 maggio 2020].

Osservatorio Socialis, 2018. *Rapporto Sull'Impegno Sociale Delle Aziende In Italia*. VII edizione. [online] Disponibile su: <<https://www.osservatoriosocialis.it/2018/06/22/viii-rapporto-impegno-sociale-delle-aziende-italia/>>

PWC, 2017. *Direttiva UE 2014/95*. [online] Disponibile su: <<https://www.pwc.com/it/it/services/audit-assurance/assets/docs/direttiva-ue201495.pdf>>.

Richter, M., 2016. *Il Quadro Legislativo Italiano In Materia Di Nomina Ed Elezione Del Consiglio: Un Modello O Un'Anomalia?*. [online] Milano: Assonime. Disponibile su:

<http://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=http://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/documents/267269/Note_e_Studi_11-2016.pdf>.

Sacco, P. e Viviani, M., 2008. *La Responsabilità Sociale d'Impresa prospettive teoriche nel dibattito italiano*. *Economia Politica*, 25(2), pp.317-50.

Sacconi, L., 2003. *La Responsabilità Sociale D'impresa Come Modello Di Governance E Sistema Di Gestione*. [online] Disponibile su:
<http://csr.dima.unige.it/sacconi/sacconi_GE_10_giu_2003.pdf>.

Sacconi, L., Baldin, E., Degli Antoni, G. e Di Nola, S., 2008. *CSR E Governance: Temi Di Discussione*. [online] *Econometrica*. Disponibile su:
<http://www.econometrica.it/events/2009/POSITION_PAPER_ECONOMETICA.pdf>.

Saltaji, I., 2013. *Corporate Governance and Agency Theory How to Control Agency Costs*. *Internal Auditing & Risk Management*, 8(4), pp.47-60.

Segal, T., 2020. *Disclosure*. [online] Investopedia. Disponibile su:
<<https://www.investopedia.com/terms/d/disclosure.asp>> [Data di accesso: 16 maggio 2020].

Wan-Jan, W., 2006. *Defining corporate social responsibility*. *Journal of Public Affairs*, 6, pp.176-184.

Appendice

Figura 1.1: Sustainable Development Goals



Figura 2.1 Sustainable Development Goals, (n.d.), <https://www.sdgstudent.org/>

Figura 1.2: Lista completa delle società analizzate

A. S. Roma	Best Union Company	Enel
A2a	Bf	Enervit
Acea	Bialetti	Eni
Acotel	Biesse	Eprice
Acsm - Agam	Bioera	Erg
Aedes	Boero	Esprinet
Aeffe	Bper	Eukedos
Aeroporto di Bologna	Brembo	Eurotech
Alerion Cleanpower	Brioschi	Exprivia
Ambienthesis	Brunello Cucinelli	Falck Renewables
Amplifon	Buzzi Unicem	Fidia
Anima	Cad It	Fiera Milano
Ansaldo	Cairo Communication	Fila
Aquafil	Caltagirone Editore	Fincantieri
Arnoldo Mondadori	Caltagirone	Fincobank
Ascopiave	Campari	Fnm
Assicurazioni Generali	Carraro	Fullsix
Astaldi	Cattolica	Gabetti
Astm	Cembre	Gamenet
Atlantia	Cementir Holding	Gasplus
Autogrill	Centrale Del Latte	Gedi
Autostrade Meridionali	Cerved	Gefran
Avio	Chl	Geox
Azimut	Class Editori	Gequity
B&C Speakers	Cofide	Gimatt
Banca Carige	Coima Res	Gruppo Ceramiche Richetti
Banca Farmafactoring	Conafi Prestito	Gruppo Mutuonline
Banca Finnat	Credem	Gruppo San Faustino
Banca Generali	Credito Valtellinese	Hera
Banca Ifis	Csp International	I Grandi Viaggi
Banca Intermobiliare	Damiani	Igd
Banca Mediolanum	Danieli	Il sole 24 ore
Banca Monte dei Paschi	Datalogic	Ima
Banca Popolare di Sondrio	De Longhi	Immsi
Banca Profilo	Dea Capital	Indel B
Banca Sistema	Diasorin	Intek
Banco Bpm	Digital Bros	Interpump
Banco Desio	Edison	Intesa Sanpaolo
Banco Di Sardegna	Eems	Inwit
Basic Net	Ei Towers	Irce
Bastogi	Elen Group	Iren
Be Think	Elica	Isagro
Beghelli	Emak	It Way
Beni Stabili	Enav	Italgas

Italiaonline	Reply
Italmobiliare	Retelit
Juventus	Risanamento
K. R. Energy	Rosss
La Doria	S.S. Lazio
Landi Renzo	Sabaf
Leonardo	Saes Getters
Lu-ve	Safilo
Luxtistica	Saipem
Lventure	Salini Impregilo
M&C	Salvatore Ferragamo
Maire Technimont	Saras
Marr	Servizi Italia
Massimo Zanetti	Sesa
Mediaset	Sias
Mediobanca	Sintesi
Mittel	Snaitech
Molmed	Snam
Moncler	Sogefi
Mondo Tv	Sol
Monrif	Stefanel
Netweek	Tamburi
Nice	Tas
Nova res	Technogym
Olidata	Telecom
Openjobmetis	Terna
Ovs	Terni Energia
Panaria Group	Tesmec
Parmalat	Tiscali
Piaggio	Tod's
Pierrel	Toscana Aeroporti
Pininfarina	Txt Solutions
Piquadro	Ubi Banca
Pirelli	Unicredit
Poligrafici Editoriale	Unieuro
Poste Italiane	Unipol Gruppo
Prelios	Unipolsai
Prima Industrie	Valsoia
Prysmian	Vianini
Rai Way	Vittoria
Ratti	Yoox
Rcs	Zignago
Recordati	Zucchi
Reno De Medici	

Figura 1.2, Elaborazione personale