

Dipartimento di Impresa e *Management*

Cattedra di *Corporate Governance e Internal Auditing*

Le misure di *corporate governance*
all'interno della strategia sostenibile
dell'impresa: il caso Enel

Gent.ma Prof.ssa Francesca Di Donato

RELATORE

Gent.mo Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CORRELATORE

Gianmaria Casilli (Matr. 693301)

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

[pagina lasciata intenzionalmente in bianco]

Indice

Introduzione.....	1
1. Dalla nascita a l'evoluzione della <i>Corporate Social Responsibility</i>	
1.1. Excursus storico.....	4
1.2. Evoluzione normativa e modelli a confronto: Stakeholder <i>Theory</i> vs Shareholders <i>Value Theory</i>	9
1.3. Fattori connettivi ed elementi distintivi della corporate governance: <i>long-term value creation and top management's reward system</i>	15
1.4. <i>Standards</i> e certificazioni: la figura dell' <i>ESG analyst</i>	21
2. L'impatto della CSR sul sistema aziendale	
2.1. Il rapporto tra business e società: l'introduzione di un nuovo scopo sociale.....	28
2.2. Il superamento dell' <i>agency problem: the team production theory</i>	31
2.3. Il recepimento della direttiva 2014/95/UE nelle società del MTA: evidenze e considerazioni.....	36
2.4. Il nuovo volto delle agenzie di <i>rating</i> nel mercato dei capitali.....	45
2.5. Il rischio <i>greenwashing</i> : differenziazione o necessità?.....	52
3. <i>Case study</i> : il gruppo Enel e il perseguimento della strategia sostenibile	
3.1. Profilo e struttura di <i>corporate governance</i> : la politica sulla diversità e il rapporto con gli investitori.....	55
3.2. L'implementazione di un <i>business model</i> sostenibile: la <i>materiality analysis</i> e il <i>Creating Shared Value</i>	66
3.3. La finanza sostenibile al servizio del <i>business</i> : il primo <i>SDGs linked bond</i>	70
Conclusioni.....	78
Bibliografia.....	81
Sitografia.....	84
Abstract.....	87

Introduzione

Nell'ultimo ventennio un considerevole numero di imprese ha introdotto, nei loro modelli di business e processi organizzativi, cioè nella loro strategia, questioni sociali e ambientali attraverso la redazione di specifiche *policies* aziendali. Nello stesso periodo, se prendessimo in considerazione tutte le società che si sono occupate di responsabilità sociale d'impresa (RSI o meglio conosciuta con il termine inglese di *Corporate Social Responsibility, CSR*) in modo ausiliare al loro *core* business, il campione crescerebbe notevolmente. In una certa misura, le aziende stanno assumendo una connotazione "antropomorfa" nella società, essendo considerate come un qualsiasi altro buon cittadino che agisce nell'interesse del benessere comune.

L'integrazione di tali questioni sociali e ambientali nella strategia di un'azienda solleva una serie di domande fondamentali per gli studiosi di *governance*. Ci sono organizzazioni che competono concentrandosi sulla sostenibilità? Il governo societario di questo tipo di società differisce da quella di altre società e, in caso affermativo, in che modo? In queste società esiste un differente processo di *engagement* degli stakeholder e di decisione sull'orizzonte d'investimento? In cosa differiscono i modelli di misurazione delle performance e i relativi *reporting*? Quali sono gli effetti sulla performance finanziaria derivante dall'integrazione dei temi ambientali e sociali nell'organizzazione aziendale?

I cambiamenti climatici, le limitazioni della disponibilità di acqua in varie forme, la diminuzione delle risorse naturali di vario genere, la necessità di fornire posti di lavoro economicamente sostenibili e significativi per miliardi di persone, l'importanza di sfruttare al meglio il capitale umano in un'economia della conoscenza, il rischio operativo e reputazionale che le più grandi aziende mondiali devono affrontare in una società *multistakeholder* dipendono dall'obiettivo sfuggente di fornire un governo societario adeguato alle società in cui gli azionisti e tutti gli altri soggetti interessati ne fanno parte. Questo significa che un'eccessiva attenzione ai risultati finanziari a breve termine deve essere sostituita da una visione più a lungo termine che riconosca il fatto che un'impresa sostenibile dipende dal suo contributo in una società altrettanto sostenibile. I rischi e le opportunità legate al clima possono avere implicazioni finanziarie significative per le singole imprese e possono quindi influire sulla redditività e sul funzionamento del governo societario.

Il presente lavoro di tesi è finalizzato a comprendere la relazione che vi è tra le caratteristiche essenziali della *corporate governance* e la sua derivazione in *Corporate Social Responsibility (CSR)* e l'impatto che quest'ultima ha sulla performance finanziaria, sulla strategia e sull'intera struttura aziendale.

Nel primo capitolo verrà descritta l'evoluzione del concetto di CSR, sia dal punto di vista normativo che da quello metodologico, considerando un ordine cronologico dei vari modelli proposti dagli studiosi nel tempo. Quindi, si farà riferimento alla differenza delle due teorie che separano il pensiero di molti accademici e professionisti sullo scopo finale dell'impresa, massimizzazione della ricchezza degli azionisti o creazione di valore per tutte le parti interessate (rispettivamente, *Shareholders Value Theory vs Stakeholder Theory*). Alternativamente al pensiero di Friedman, precursore della *Stakeholder Theory*, verrà analizzato il modello di Carroll, il primo a dare una definizione di CSR in quattro parti rappresentanti le quattro responsabilità dell'impresa nella società in cui opera (si veda *Carroll's pyramid of CSR*).

Successivamente, verranno presi in considerazione gli elementi caratteristici della corporate governance, come ad esempio, il *modus operandi* del consiglio di amministrazione e il suo sistema remunerativo, per creare un nesso tra scelte manageriali e creazione di valore nel lungo periodo. A tal proposito verrà analizzata la teoria della "team production" per giungere ad una prima conclusione che i membri del consiglio di amministrazione dovrebbero cercare di massimizzare il benessere congiunto di tutti gli stakeholder dell'impresa.

Oggigiorno, sempre più imprese pubblicano volontariamente e/o obbligatoriamente report sulla CSR per integrare i loro dossier pubblicati periodicamente insieme ai bilanci. Nella maggior parte dei casi, vi è uno scarso collegamento tra le informazioni complessive pubblicate e le relazioni allegate. Per questo motivo verranno trattati i principali *standards* internazionali in tema di informativa non finanziaria ad approccio separato, come i GRI (*Global Reporting Initiative*) e, considerando gli *standards* ad approccio integrato, i SASB (*Sustainability Accounting Standards Board*). Un elemento che sta acquisendo sempre più notorietà nel mondo degli investitori è la *CSR performance* e la figura professionale da poco venutasi a creare con il compito di valutarla è l'*ESG analyst*; se ne discuterà nella parte finale del primo capitolo.

Nel secondo capitolo si analizzerà il rapporto tra business e società attraverso gli studi di Porter e Kramer sulla "strategic CSR", introducendo i parametri ESG e discutendone sull'integrazione nel piano strategico dell'impresa. In seguito, verrà presa nuovamente in considerazione la teoria della "team production" per superare il rinominato *agency problem* e far perseguire ai membri del consiglio di amministrazione gli obiettivi di sostenibilità, essendo questa parte integrante della funzione congiunta per il benessere (c.d. "joint welfare function").

Spostando il *focus* sul panorama italiano, verranno fornite delle considerazioni sul recepimento della direttiva 2014/95/UE nelle società quotate del MTA, analizzando lo studio condotto dalla Consob nel 2018 avente ad oggetto l'impatto della disciplina delle Dichiarazioni Non Finanziarie (DNF) sul modello di *corporate governance*, al fine di includere i fattori ESG e i rischi non finanziari annessi.

L'inclusione di tali fattori non riguarda solo i modelli e le strutture del governo societario ma, di recente, anche le metodologie applicate dalle agenzie di *rating*.

In tale contesto si discuterà il loro ruolo nel crescente e dinamico mercato dei capitali e i principi guida del processo di transizione che porterà verso l'inclusione degli *scores ESG* all'interno del *rating* complessivo dell'impresa.

Prima di concludere con la disamina del *case study*, verrà esposto il rischio latente che interessa la maggior parte di imprese impegnate quotidianamente verso la salvaguardia dell'ambiente, il rischio *greenwashing*.

Fine ultimo di tale lavoro di tesi è l'analisi della strategia sostenibile del gruppo Enel, seconda *utility* al mondo per capitalizzazione e più grande operatore privato nelle rinnovabili, le peculiarità dell'intera struttura di *corporate governance* e il rapporto che la società ha instaurato con gli investitori. Di particolare importanza sono le parole chiave che caratterizzano il modello di business del Gruppo, innovazione e sostenibilità, che permettono al Gruppo di sfruttare le opportunità legate al clima, creando valore sostenibile nel lungo periodo. Protagonista del processo di evoluzione del business è la funzione finanza che, nel frattempo, sta assumendo una veste sempre più sostenibile.

Il mercato dei prodotti finanziari "*green*" ha delle potenzialità latenti, ed Enel finora è stata l'unica *corporate* capace a sfruttarle. Da qui, il primo lancio al mondo del *SDGs linked bond*, uno strumento a passo coi tempi che contribuirà al processo di transizione energetica e al raggiungimento degli SDGs delle Nazioni Unite.

1. Dalla nascita a l'evoluzione della *Corporate Social Responsibility*

1.1 *Excursus storico*

La globalizzazione e l'era moderna hanno portato con sé una nuova prospettiva su come gestire le imprese. Il ruolo di quest'ultime si sta gradualmente spostando da una logica puramente pecuniaria verso un'integrità morale. In una certa misura, le aziende stanno assumendo una connotazione antropomorfa nella società, essendo considerate come un qualsiasi altro buon cittadino che agisce nell'interesse del benessere comune.

La tendenza a favore della Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) o dall'inglese *Corporate Social Responsibility (CSR)* ha rafforzato la sua posizione nel corso degli anni, diventando uno dei punti di riferimento dei dibattiti accademici e di interesse pubblico. Il quadro contabile delle triple *bottom line*¹ (TBL), introdotto da John Elkington, nel 1994, aggiunge alla consueta divulgazione di informazioni finanziarie la necessità di rendere conto delle questioni sociali e ambientali.

Questo nuovo approccio presenta molti vantaggi sia per le imprese che per gli stakeholder: come verrà descritto di seguito, le pratiche di CSR sono viste come uno strumento per ottenere un vantaggio competitivo (Porter e Kramer, 2006), un mezzo di marketing per creare relazioni a lungo termine con i clienti², un canale verso nuovi mercati e partnership e la risposta alla richiesta di informazioni supplementari da parte degli stakeholder.

Il concetto di CSR non è recente: la responsabilità sociale fu definita da Howard Bowen (conosciuto come "*the father of Corporate Responsibility*") nel 1953: "*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*". In tale definizione di responsabilità sociale, l'economista si riferiva alle obbligazioni morali e sociali che un *manager* deve rispettare in linea con i valori sani e prudenti della società in cui viveva e che vanno oltre la possibile perdita di esercizio della società in cui era a capo.

Le conseguenze sociali delle azioni dei *manager* di allora non erano analizzate nella loro interezza e spesso venivano sottovalutate. Ma Bowen non era del tutto pioniere.

¹ Elkington, J. (1997). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st century Business*. Oxford: Capstone.

² Mihalache, S.S. (2011). *Csr - A Marketing Tool?* Annals of Spiru Haret University, Economic Series, Universitatea Spiru Haret, 2 (1), pp. 159-164.

Discussioni diverse sulla responsabilità delle imprese e sul ruolo nella società erano apparse anche prima, ad esempio nell'articolo pubblicato dall'*Harvard Business Review*, a cura di Wallace B. Donham³ "*The Social Significance of Business*" nel 1927.

Donham affermò che "*lo sviluppo, il rafforzamento e la moltiplicazione degli uomini d'affari con una mentalità sociale è il problema centrale del business*". Ed ha espresso la preoccupazione che "*a meno che un maggior numero dei nostri dirigenti aziendali non impari ad esercitare i loro poteri e responsabilità con un senso di responsabilità decisamente maggiore verso altri gruppi della comunità, la nostra civiltà può benissimo dirigersi verso uno dei suoi periodi di declino*". Anche se Donham non ha usato il termine stakeholder, che è apparso molto più tardi, egli si riferiva chiaramente a loro nel suo riferimento ad "*altri gruppi della comunità*".

Nel 1975, Robert W. Ackerman⁴ della Harvard Business School ha utilizzato il termine CSR nel richiedere una più efficace "*risposta d'impresa ad un ambiente sociale dinamico*". Egli considera questo aspetto come una questione *manageriale*, piuttosto che etica o ideologica, poiché le questioni sociali (ad esempio, l'inquinamento dell'aria e dell'acqua) sono indissolubilmente legate alle funzioni operative aziendali (ad esempio, la produzione) e ai processi decisionali di gestione (ad esempio, l'allocazione degli investimenti di capitale).

Ackerman era particolarmente preoccupato che la crescita della forma organizzativa multi-divisionale potesse inibire la capacità dei dirigenti di rispondere alle pressioni sociali e quindi ciò richiederebbe pratiche di gestione innovative. Inoltre, di particolare rilevanza per tale lavoro di tesi, egli suggerì che la pratica comune di affidarsi esclusivamente a misure finanziarie della performance sarebbe stata modificata da risultati più difficili da quantificare, come, ad esempio, le buone relazioni tra dipendenti e clienti e la ricerca di prodotti e processi.

Nello stesso anno (1975) venne data da Davis un'altra definizione più strutturata di CSR: "*Social responsibility is the obligation of decision makers to take actions which protect and improve the welfare of society along with their own interests*"⁵.

³ Donham, Wallace B. "The Social Significance of Business," *Harvard Business Review*, v.5, is. 4, 1927: 406–419, p. 406.

⁴ Ackerman, Robert W. *The Social Challenge to Business*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1975, pp. 1, 15, 326.

⁵ Davis, K. (1975). *Blomstrom. Business and society: environment and responsibility* (3rd Ed.). New York: McGraw-Hill Book Company.

Negli anni '80, i ricercatori stavano cercando di trovare un collegamento tra CSR e redditività; sia Bowen che Ackerman avevano notato che la sensibilità sociale poteva essere costosa, almeno nel breve termine. Invece, Joshua D. Margolis, Hillary Anger Elfenbein e James P. Walsh grazie ad una meta-analisi⁶ di 251 studi presentati in 214 manoscritti dove esaminarono il rapporto tra *corporate social performance (CSP)* and *corporate financial performance (CFP)*, hanno concluso che "la preponderanza delle prove indica un rapporto leggermente positivo" e che la "CSP non sembra penalizzare finanziariamente le aziende né compromettere le loro funzioni economiche". Inoltre, essi dimostrarono che "fare male, se scoperto, ha un effetto più marcato sui risultati finanziari che fare del bene".

I loro risultati sono coerenti con l'opinione di molti studiosi di quegli anni, secondo cui la CSR riguarda più la gestione del rischio al ribasso che il miglioramento drastico delle prestazioni.

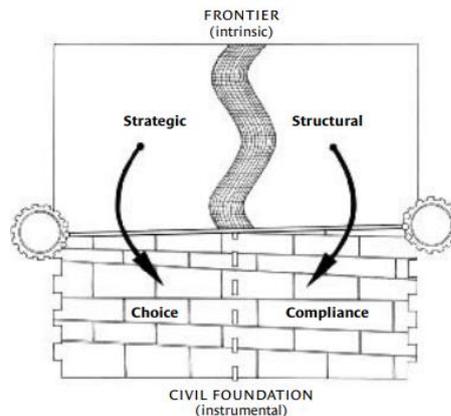
I risultati di questa ricerca empirica sono stati successivamente confermati da un'indagine di McKinsey nel dicembre 2008, secondo la quale "due terzi dei CFO e tre quarti dei professionisti degli investimenti concordano sul fatto che le attività ambientali, sociali e di governance creano valore per i loro azionisti in tempi economici normali". Nell'indagine c'è stata un'ampia variazione nella percezione di quanto valore è stato creato, che va da meno del 2% a più dell'11%; un campione ridotto di intervistati afferma che queste attività hanno diminuito il valore, non hanno avuto alcun effetto, o non lo sapevano. Un maggior numero di intervistati ritiene che queste attività creino valore a lungo termine piuttosto che a breve termine: *environmental* l'85% contro il 29%, *social* il 74% contro il 37% e *governance* l'84% contro il 64%.

Mentre la letteratura sulla CSR cresce notevolmente nei decenni successivi, sono stati offerti numerosi spunti di riflessione per lo stesso concetto, affiancando concetti simili. La performance sociale delle imprese (CSP) è diventata un'alternativa alla RSI e sarebbero stati aiutati dalla *Stakeholder Theory*, dall'etica aziendale e dalla cittadinanza d'impresa negli anni '90 come nozioni che derivano dalla CSR. Dean Roger L. Martin della Rotman School of *Management* in un'inserzione dell'*Harvard Business Review* verso i primi anni del duemila ha costruito una matrice denominata "*The Virtue Matrix*" con la finalità di evidenziare la distinzione tra "*instrumental CSR*" e "*intrinsic CSR*".

⁶ Margolis, Joshua D., Elfenbein, Hillary Anger, and Walsh, James P. "Does It Pay to Be Good... And Does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance," March 2009, working paper, Harvard Business School.

La prima accresce esplicitamente il valore per gli azionisti, la seconda riguarda i *leaders* di un'azienda che intraprendono una linea d'azione semplicemente perché pensano che sia la cosa giusta da fare, nonostante non rispecchi gli interessi degli azionisti. *The Virtue Matrix* risulta essere anche uno strumento utile ai dirigenti per analizzare la *corporate social responsibility* considerandola come un prodotto o servizio, rappresentando le forze che la generano. Di seguito la figura illustrativa.

FIGURA N.1 – “*The Virtue Matrix*”⁷.



La matrice è composta da quattro quadranti. I due quadranti inferiori della matrice sono le *civil foundation*, che consistono in norme, consuetudini e leggi che governano la pratica aziendale. Le aziende si impegnano in queste prassi sia “*by choice*” (scelgono di rispettare norme, usi e costumi) oppure *by compliance* (sono previste dalla legge o da un regolamento). Il comportamento nella *civil foundation* non fa altro che soddisfare le aspettative di base della società. Poiché esplicitamente interessa al mantenimento o del miglioramento del valore per gli azionisti, questo comportamento può essere descritto come *instrumental*.

I due quadranti della parte superiore, *the strategic and structural frontiers*, comprendono tutte le attività la cui motivazione tende ad essere implicita e quelle per cui il valore degli azionisti è evidentemente negativo o non immediatamente evidente.

Il quadrante superiore destro della matrice, *the structural frontiers*, ospita attività intrinsecamente motivate e chiaramente contrarie agli interessi degli azionisti. I benefici della condotta aziendale in questo quadrante vanno principalmente alla società piuttosto che all'impresa, creando una barriera strutturale all'azione aziendale.

Le frontiere strategiche e strutturali sono separate da una linea ondulata, il che intende suggerire che alcune azioni non sono chiaramente benefiche o dannose per gli azionisti.

⁷ Martin, Roger L. “The Virtue Matrix,” *Harvard Business Review*, v. 80, is. 3, 2002: 68–75, p. 71.

Le innovazioni aziendali nel comportamento socialmente responsabile si verificano proprio qui. La motivazione di queste pratiche innovative tende ad essere intrinseca: i dirigenti aziendali si impegnano in tale condotta per il proprio interesse, anziché aumentare il valore per gli azionisti. Il comportamento che porta benefici agli azionisti e si aggiunge alla promozione della responsabilità sociale rientra nella *strategic frontier*: è un modo di comportarsi intrinsecamente motivato che fa progredire la strategia dell'impresa.

Le azioni che rientrano in questo quadrante, anche se rischiose, sono generate dalla scelta consapevole del *senior management*, come parte della loro strategia mirata al profitto. Come suggeriscono le frecce rivolte verso il basso nella matrice, il comportamento in entrambe le frontiere può migrare verso le *civil foundation* - dalla frontiera strategica attraverso l'imitazione diffusa dell'innovatore di successo, o dalla frontiera strutturale attraverso l'azione collettiva o il mandato governativo. Questa migrazione accelera il progredire delle *civil foundation*, ma, allo stesso tempo, potrebbero regredire se un certo numero critico di aziende abbandona una *socially responsible practice*.

In summa capita, Martin⁸ ha osservato che identificare se una linea d'azione si rivela a beneficio di azionisti, società, entrambi o nessuno dei due è abbastanza facile da fare a posteriori, ma spesso difficile da fare a priori.

Come già accennato in precedenza, l'era moderna richiede un'attenzione esaustiva nei confronti di molti stakeholder, che va al di là dei compiti fondamentali. Molte aziende sembrano disposte a impegnarsi in tali pratiche grazie ai potenziali benefici derivanti da un comportamento sostenibile. Ad esempio, le attività di CSR possono essere viste come uno strumento di marketing per influenzare le decisioni dei consumatori segnalando l'affidabilità del marchio e dei suoi prodotti: da questo punto di vista la responsabilità sociale aiuta l'azienda a forgiare l'immagine del marchio verso una prospettiva a lungo termine (Mihalache, 2011).

Infine, il *leitmotiv* è il solito: i profitti. In ogni caso, la CSR apre la possibilità di fare del profitto rispetto agli interessi in gioco, creando una situazione *win-win*, in cui "*doing well by doing good*" appare la soluzione logica per ottenere un vantaggio e allo stesso tempo per soddisfare gli stakeholder.

⁸ Roger L. Martin Dean, "Corporate Citizenship: What's a CEO to do?" Draft Paper for: Aspen TIP Conference January 13-15, 2005 Monterrey, Mexico, Rotman School of *Management* University of Toronto, December 21, 2004, p. 16.

Inoltre, il coinvolgimento nelle questioni sociali rappresenta un'opportunità per le imprese di migliorare la loro posizione di mercato e di accederne a nuovi attraverso l'impegno in *partnership* e sinergie con organizzazioni *no profit*.

D'altra parte, la prospettiva etica è meno orientata ai prodotti e più orientata alla società. Secondo questa visione, le aziende devono accettare le responsabilità sociali come un dovere etico basato sul principio di fare la cosa giusta. La gestione degli stakeholder diventa cruciale: "i *manager* hanno un rapporto fiduciario con gli stakeholder"⁹ ovvero con tutti coloro che hanno una pretesa o un interesse nei confronti dell'azienda e meritano considerazione, come i fornitori, i clienti, gli azionisti, i dipendenti e la società.

1.2 Evoluzione normativa e modelli a confronto:

Stakeholder theory vs Shareholder Value theory

Fin dagli anni '50, la responsabilità sociale delle imprese è stato un argomento importante e in continua evoluzione ed è tuttora, nella sua formulazione moderna, un concetto che continua a crescere di importanza e d'impatto.

Per essere esaustivi, bisogna riconoscere che alcuni autori hanno criticato fin dall'inizio il concetto di RSI. In un importante articolo della Harvard Business Review del 1958, ad esempio, Theodore Levitt ha parlato di "*the dangers of social responsibility*"¹⁰.

La sua posizione in materia si evince dalle dichiarazioni che fece sulle due principali responsabilità del business: (1) impegnarsi nella civiltà per dei sani valori come l'onestà e la buona fede e (2) cercare il *material gain*. Inoltre, Levitt sostenne che la massimizzazione del profitto a lungo termine è l'obiettivo prevalente del business, nella pratica come anche nella teoria.

L'avversario più noto della responsabilità sociale, tuttavia, è l'economista premio Nobel Milton Friedman che ha sostenuto che le questioni sociali non sono di competenza degli imprenditori e che questi problemi dovrebbero essere risolti dal funzionamento del sistema del libero mercato¹¹. Friedman risulta essere anche il precursore della *Shareholder Value Theory* che di seguito verrà descritta.

Ad oggi, esiste un dibattito continuo su quale dovrebbe essere lo scopo della *corporation* moderna.

⁹ Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.

¹⁰ Levitt, T. (1958). *The dangers of social responsibility* (pp. 41–50). Harvard business review.

¹¹ Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: University of Chicago Press.

Da un lato, ci sono molti studiosi e professionisti che si avvalgono di una mole di teoria e ricerca per sostenere che l'unico scopo del *business* dovrebbe essere la massimizzazione della ricchezza degli azionisti.

Dall'altro, vi è una crescente richiesta da parte di gruppi di clienti, investitori istituzionali, attivisti ambientali e sociali, accademici, autorità governative di regolamentazione, organizzazioni non governative e le stesse imprese di far in modo che la *corporation* sia responsabile nei confronti dell'ambiente e di tutte le parti interessate nel suo progetto.

Ci sono quindi due teorie contraddittorie e contrastanti sullo scopo sociale alla base degli studi riguardanti la RSI, e cioè la *Shareholder Value Theory* e la *Stakeholder Theory*.

La prima definisce lo scopo sociale come la massimizzazione dei rendimenti finanziari per gli azionisti risultando essere la teoria dominante sposata dalla stragrande maggioranza delle imprese nelle economie capitalistiche. La seconda è la teoria dominante nel campo della responsabilità sociale delle imprese: la *Stakeholder Theory* esprime l'idea che il successo delle organizzazioni imprenditoriali dipende da tutti gli stakeholder, e quindi lo scopo dell'azienda è quello di servire interessi sociali più ampi, che vadano al di là della creazione di valore economico per i soli azionisti.

Anche se vivace, questo dibattito si svolge tipicamente in uno o nell'altro termine: o lo scopo di una società per massimizzare il valore per gli azionisti o è quello di fornire un servizio più ampio alla società¹². Molti ricercatori e leader coinvolti nel mondo degli affari, tuttavia, desiderano entrambi gli obiettivi. Vogliono trovare un modo per massimizzare sia il valore degli azionisti che il contributo per tutte le parti interessate.

Come sopra menzionato, il sostenitore della *Shareholders Value Theory* è l'economista Milton Friedman, la sua è una prospettiva capitalistica che considera chiaramente l'azienda come posseduta e gestita a beneficio degli azionisti.

Egli afferma che “*c'è una sola e unica responsabilità sociale dell'impresa - utilizzare le sue risorse e impegnarsi in attività volte ad aumentare i suoi profitti, purché rimanga entro le regole del gioco, vale a dire, si impegni in modo aperto e libero senza inganno o frode [...]*”.

¹² Merton, R. K. (1976). The ambivalence of organizational leaders. In *Sociological Ambivalence and Other Essays* (pp. 73-89). New York: Free Press.

Le dichiarazioni di Friedman riflettono tre presupposti fondamentali che danno supporto all'azionista dell'impresa:

- I. I costi umani, sociali e ambientali del fare impresa dovrebbero essere internalizzati solo nella misura richiesta dalla legge. Tutti gli altri costi dovrebbero essere esternalizzati.
- II. L'interesse personale è il primo motivatore umano. Come tale, le persone e le organizzazioni dovrebbero agire razionalmente nel proprio interesse personale per massimizzare l'efficienza e il valore per la società.
- III. L'azienda è fondamentalmente un *nexus of contracts* con la priorità verso quei contratti che hanno il maggiore impatto sulla redditività dell'azienda.

Secondo questa prospettiva, massimizzare il valore per gli azionisti come obiettivo dell'azienda è il mezzo per ottenere nel modo più efficiente il miglior risultato per la società¹³. Tuttavia, presa alla lettera, questa teoria sostiene che il *management* dovrebbe gestire l'azienda per massimizzare il flusso di cassa verso gli azionisti cioè, massimizzare i ricavi, minimizzare i costi e ridurre i rischi. Un modo per ridurre i costi è esternalizzandoli attraverso diversi mezzi quali, ad esempio, l'inquinamento dell'ambiente.

Un modo per aumentare le entrate è vendere prodotti che hanno un costo maggiore per la società rispetto a quello coperto dai costi del prodotto, come ad esempio sigarette o veicoli utilitari sportivi.

A differenza di Friedman, Carroll ha sviluppato un quadro di riferimento per legittimare considerazioni etiche e filantropiche nelle azioni del *management*. Anche se il punto di vista di Carroll sugli stakeholder viene offerto come alternativo a Friedman, entrambi considerano l'aspetto economico dell'impresa come il beneficio primario per la società.

Carroll si spinge al di là di Friedman nel definire quattro ruoli legittimi di business. La figura seguente illustra le quattro responsabilità di Carroll in materia di responsabilità sociale d'impresa.

¹³ Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3).

FIGURA N. 2 – “Carroll’s pyramid of CSR”¹⁴.



La prima definizione in quattro parti della CSR risale al 1979: " *Corporate social responsibility encompasses the economic, legal, ethical, and discretionary (philanthropic) expectations that society has of organizations at a given point in time*"¹⁵. Questo insieme di quattro responsabilità crea un’infrastruttura che aiuta a delineare e caratterizzare la natura delle responsabilità delle imprese nei confronti della società di cui fanno parte. Successivamente, nel 1991, Carroll ha estratto la definizione e l’ha ricostruita attraverso una piramide¹⁶. Recentemente, nel 2016, lo stesso autore ha deciso di rivisitarla, chiarendo alcuni aspetti e analizzando le implicazioni più importanti che si avranno nel futuro nel campo della CSR.

Passando alla disamina della piramide, il primo elemento da analizzare è la base dove vengono collocate le “*economic responsibilities*”.

Questa non è affatto una scelta casuale; la responsabilità economica è stata posta alla base della piramide perché è un requisito fondamentale nel mondo degli affari. Così come il basamento di un edificio deve essere resistente per sostenerlo interamente, la redditività deve essere durevole nel tempo per sostenere le altre aspettative della società nei confronti delle imprese. Il punto è che l’infrastruttura della CSR è costruita sulla premessa di un business economicamente sano e sostenibile. Allo stesso tempo, la società sta trasmettendo alle imprese il messaggio che ci si aspetta che rispettino la legge e i regolamenti, perché la legge e i regolamenti sono la codificazione, da parte della società, delle regole di base su cui le imprese devono operare in una società civile.

¹⁴ Archie B. Carroll, “Carroll’s pyramid of CSR: taking another look”, *International Journal of Corporate Social Responsibility* 2016, p. 5.

¹⁵ Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate social performance. *Academy of Management Review*, 4, 497–505.

¹⁶ Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral *management* of organizational stakeholder. *Business Horizons*, 34(4), 39–48.

Se si considera la CSR nei paesi in via di sviluppo, ad esempio, l'esistenza o meno di un quadro giuridico e normativo incide in modo significativo sul fatto che le multinazionali vi investano o meno poiché tale infrastruttura giuridica è indispensabile per fornire una base per una legittima crescita aziendale.

Inoltre, ci si aspetta che l'azienda operi in un ambiente eticamente “*fashion*”. Questo significa che il business ha le obbligazioni e le aspettative da parte degli stakeholder che farà ciò che è giusto, leale ed equo ed eviterà o ridurrà al minimo gli impatti negativi verso tutte le parti interessate con cui interagisce.

Infine, ci si aspetta che il business sia “*a good corporate citizen*”, cioè, che contribuisca finanziariamente, fisicamente e umanamente alle comunità di cui ne fa parte. In sintesi, la piramide è costruita in modo che rifletta i ruoli fondamentali svolti e attesi dalle imprese nella società.

Il secondo presupposto fondamentale che si può ricavare dalla moderna teoria economica di Friedman *ut supra* è una visione del sé individuale, che agisce razionalmente nell'interesse personale. La visione di Friedman è riconducibile a quella di Adam Smith: “*ogni persona che agisce razionalmente nel proprio interesse personale massimizza l'efficienza e il valore per la società*”¹⁷. Basandosi sul modello di "individuo motivato dall'interesse personale", la teoria dell'agenzia prevede un conflitto tra azionisti (*principals*) e *manager* (*agents*) in un'azienda pubblica. In mancanza di adeguate strutture di *governance*, i *manager* agiranno nel proprio interesse personale e non nell'interesse degli azionisti¹⁸.

Il terzo assunto della teoria economica di Friedman è la visione dell'azienda come una rete di contratti (“*the nexus of contracts theory*”)¹⁹. In questa menade di contratti impliciti ed espliciti con gli stakeholder, l'azionista ha la precedenza rispetto a questi. Spetta al consiglio di amministrazione e alla direzione la responsabilità fiduciaria nel massimizzare il valore per gli azionisti. Nella comunità finanziaria vi è la verità incontestabile che l'azienda esiste per massimizzare gli interessi degli azionisti, e tra gli economisti c'è chi afferma che ogniqualvolta il business opera al di là delle sue preoccupazioni economiche è fuorviante²⁰ ed è distrazione e/o appropriazione indebita di risorse sociali²¹.

¹⁷ Smith, A. (1776). *The wealth of nations* (5th ed.). New York: Bantam Dell.

¹⁸ Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: *managerial* behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.

¹⁹ Alchian, A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, 62. Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*.

²⁰ Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3).

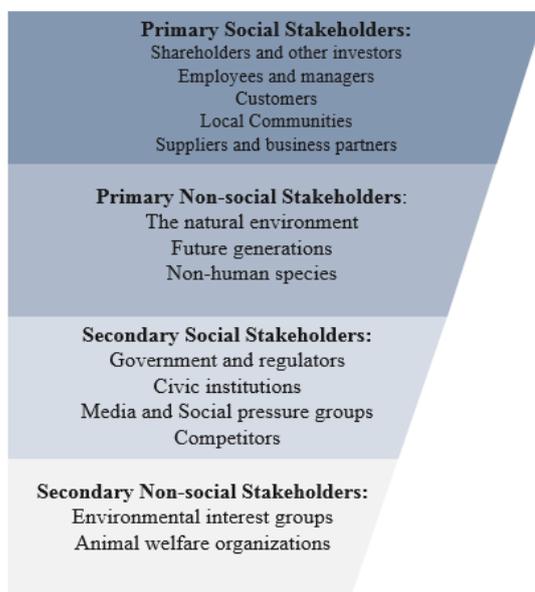
²¹ Friedman, M. (1970, Sept. 13, 1970). The social responsibility of business Is to increase its profits. *N.Y. Times, Section 6*, pp. 30, 126-127.

Le preoccupazioni sociali e ambientali sono legate all'attività economica attraverso il mercato e le normative governative.

La teoria che sta assumendo un ruolo sempre più centrale nella storia dell'impresa nella società è la *Stakeholder Value Theory*²². Essa propone uno scopo sociale alternativo: servire interessi sociali più ampi al di là della creazione di valore economico per i soli azionisti. Il fautore di tale teoria, il filosofo statunitense R. Edward Freeman, afferma che i *manager* hanno l'obbligo morale di considerare e bilanciare adeguatamente gli interessi di tutti gli stakeholder. Evan e Freeman hanno dichiarato: “*Stakeholder theory of the firm must redefine the purpose of the firm...to serve as a vehicle for coordinating stakeholder interests*”²³. La questione su chi sono gli stakeholder di un'impresa è controversa.

Già dal 1993 gli studiosi si pongono il primo quesito sull'influenza che questa classe di individui ha sull'azienda o, viceversa, se fosse l'azienda a influenzare essi. Se la *Stakeholder Theory* includesse solo coloro che influenzano l'azienda e i suoi profitti, poi diventerebbe subordinata alla *Shareholders Value Theory*, non un'alternativa ad essa. Successivamente due economisti, Wheeler e Sillanpää²⁴, hanno designato un quadro di riferimento per gli stakeholder, suddividendoli in primari, reputati vitali per il successo di un'impresa, e secondari, meno influenti. Di seguito il grafico illustrativo.

GRAFICO N. 1 – “Il quadro di riferimento per gli stakeholder”²⁵.



²² Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.

²³ EVAN, W. M. and FREEMAN, R. E. (1993). “A Stakeholder Theory of Modern Corporation: Kantian Capitalism”. In Beauchamp and Bowie, *Ethical Theory and Business*, Prentice Hall.

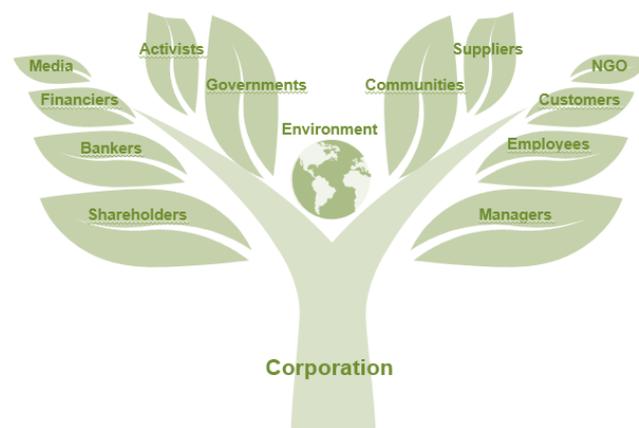
²⁴ Wheeler, D., & Sillanpää, M. (1997). *The stakeholder corporation: A blueprint for maximizing shareholder value*. London: Pittman Publishing

²⁵ Grafico tratto da Wheeler, D., & Sillanpää, M. (1997), op. cit.

Rispetto a questo tipo di categorizzazione degli stakeholder per intensità di influenza verso l'impresa di riferimento, si potrebbe attuare una rettifica sulla rappresentazione degli stessi attraverso l'utilizzo, in senso metaforico, di un albero dove il tronco individua l'impresa che intende perseguire la massimizzazione del profitto sia economico che sociale e per ogni ramo e foglia vengono riportati i diversi portatori di interesse aventi tutti uguali intensità (rappresentato di seguito).

Questo tipo di rappresentazione deriva dal fatto che nel mondo economico contemporaneo, nel momento in cui l'impresa pondera la sua attenzione in modo differente verso tutti gli stakeholder, sta attuando una politica discriminante e non conforme all'integrità morale del "buon cittadino" da cui deve discenderne. Ad esempio, nel caso in cui l'impresa decida di investire nella lotta all'inquinamento degli oceani, partecipando a campagne di sensibilizzazione e stanziando dei fondi presso enti *no profit* che si occupano di fare ciò, non deve d'altra parte perdere di vista l'attenzione verso i flussi informativi di tale iniziativa che i *media* diffonderanno verso il mondo esterno come anche i regolamenti governativi che necessariamente devono essere rispettati per operare in tali ambiti.

FIGURA N. 3 – “L'albero solidale d'impresa”²⁶.



1.3 Fattori connettivi ed elementi distintivi della *corporate governance*: *long-term value creation and top management's reward system*

Le responsabilità del consiglio di amministrazione e il sistema di remunerazione riservato all'alta direzione sono due attributi fondamentali del sistema di governo societario. Il consiglio di amministrazione svolge un ruolo di monitoraggio e consulenza e assicura che il *management* prenda le decisioni in modo coerente con gli obiettivi organizzativi.

²⁶ Elaborazione personale.

Da circa un ventennio, in tali obiettivi perseguiti dal *board* veniva data priorità agli interessi degli shareholders rispetto a quelli degli stakeholder come ad esempio dipendenti e clienti dell'impresa ma già in alcuni studi del 1999 non si riscontrava questo.

Furono Blair and Stout, due studiosi statunitensi, ad argomentare un passaggio fondamentale ed innovativo che portò a diffondere una visione alternativa del rinomato *agency problem*. Essi sostennero che le uniche norme giuridiche che governano le *public companies* sono concepite principalmente per affrontare un problema diverso - il problema della "*team production*"²⁷ - che si pone quando un certo numero di individui deve investire risorse specifiche dell'azienda per produrre un risultato inscindibile.

In tali situazioni i membri del team possono avere difficoltà o impossibilità di redigere contratti espliciti che consentano di condividere il risultato dei loro sforzi congiunti e, in alternativa, potrebbero preferire di cedere il controllo della loro impresa a una terza parte indipendente incaricata di rappresentare gli interessi del team (il consiglio di amministrazione) e, successivamente, di ripartire i compensi fra i membri dello stesso. Pertanto, sostenevano che la funzione economica essenziale della *public company* non era quella di affrontare i problemi tra *principal* e *agent*, ma di fornire un veicolo attraverso il quale azionisti, creditori, dirigenti, dipendenti e altri potenziali stakeholder aziendali che investono risorse specifiche dell'azienda possono, a proprio vantaggio, cedere congiuntamente il controllo di tali risorse a un consiglio di amministrazione.

The team production model comporta anche importanti implicazioni normative per i dibattiti legali e di opinione pubblica sul governo societario, perché suggerisce che la massimizzazione del patrimonio degli azionisti non dovrebbe essere l'obiettivo principale del diritto societario. Piuttosto, i membri del consiglio di amministrazione dovrebbero cercare di massimizzare il benessere congiunto di tutti gli stakeholder dell'azienda che contribuiscono con risorse specifiche dell'azienda alla produzione.

Gli amministratori attraverso la creazione di valore hanno a disposizione uno strumento utile per misurare il proprio operato permettendo così di bypassare i problemi di rappresentanza legati al ruolo politico dei *manager*. Questi ultimi assumono il ruolo di arbitri nella scelta tra più obiettivi aventi per ipotesi tutti egual importanza. Essendo la creazione di valore l'obiettivo per eccellenza per gli amministratori, viene a tal proposito menzionato tra le prime pagine del Codice di Autodisciplina nel principio n. 2 dell'art. 1:

²⁷ Blair, Margaret M. and Stout, Lynn A., A Team Production Theory of Corporate Law. Virginia Law Review, Vol. 85, No. 2, pp. 248-328, March 1999.

<<Gli amministratori agiscono e deliberano con cognizione di causa e in autonomia, perseguendo l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo>>.28

Nei termini finali si evince che per concretizzare l'obiettivo di creazione del valore, si deve assumere una prospettiva di medio-lungo termine, la quale come afferma il Chiappetta (2017) può costituire <<ove non si esaurisca, come pure sovente accade, in un mero proclama, ma si traduca in vera e propria logica di gestione atta a permeare tutte le articolazioni organizzative e le attività dell'impresa, nonché gli stessi processi di governance, divenendo in definitiva cultura dell'impresa>>²⁹ un fattore determinante di successo ed essere remunerante rispetto a quelle linee di azione progettate solo in un'ottica di breve periodo.

A tal proposito, una prima corrente di opposizione all'ottica di breve periodo (c.d. *short termism*³⁰) si rinviene nel mercato statunitense vista la presenza molto diffusa di investitori prettamente speculativi come, ad esempio, gli *hedge funds*, i quali richiedono alle *public companies* di pubblicare con cadenza trimestrale dati previsionali relativi all'andamento delle azioni. Tale contesto venutosi a creare nel tempo è oggetto di critiche e di opposizioni da parte delle autorità di mercato, motivate dal considerare come le *public companies*, preoccupate di performare gli obiettivi finanziari prospettati, abbiano spesso dato scarsa priorità nell'impostare il modello di business seguendo ordini di stabilità e continuità, a discapito della creazione di valore per l'impresa e per il contesto economico in cui vi opera. Di qui un forte appello alla *long-term value creation* viene dato dai *Principles*³¹ pubblicati dall'*Aspen Institute* nell'aprile del 2009, i quali si basano su tre fattori ugualmente importanti per la creazione di valore sostenibile a lungo termine: *metrics, communications and compensation*.

Nel perseguimento della creazione di valore a lungo termine, le aziende e gli investitori dovrebbero:

1.1 Comprendere le questioni specifiche dell'azienda che sono alla base della creazione di valore nel lungo termine.

²⁸ Comitato per la *Corporate Governance*, Codice di Autodisciplina, luglio 2018, p. 6.

²⁹ Chiappetta F., "Diritto del governo societario", *La corporate governance delle società quotate*, Wolters Kluwer, 2017, p. 193.

³⁰ Laverty KJ (1996) Economic "short-termism": The debate, the unresolved issues, and the implications for *management* practice and research. *Acad. Management Rev.* 21(3):825–860.

³¹ Aspen Institute, "Long-Term Value Creation: Guiding Principles for Corporations and Investors", aprile 2009.

1.2 Riconoscere che le aziende hanno molteplici gruppi di interesse e diversi tipi di investitori, e cercano di bilanciare tali protagonisti per il successo nel lungo termine.

1.3 Utilizzare le *best practices* del settore per sviluppare metriche strategiche lungimiranti di salute aziendale, con particolare attenzione nel:

- accrescere e sostenere il valore dei beni aziendali,
- reclutamento, motivazione e mantenimento di dipendenti ad alte prestazioni,
- sviluppare prodotti innovativi,
- gestire i rapporti con i clienti, i regolatori, dipendenti, fornitori e altri attori dell'impresa,
- mantenere i più elevati *standards* etici e di conformità legale.

1.4 De-enfatizzare le metriche finanziarie a breve termine come l'EPS trimestrale ed enfatizzare le metriche specifiche per il futuro che il consiglio di amministrazione stabilisce siano adeguate agli obiettivi strategici a lungo termine dell'azienda e che siano coerenti con i principi fondamentali della crescita sostenibile e della creazione di valore a lungo termine per gli investitori.

Nel perseguimento della creazione di valore a lungo termine, le aziende e gli investitori dovrebbero:

2.1 Comunicare in modo frequente e regolare la strategia aziendale, le prospettive di crescita sostenibile e le prestazioni rispetto a parametri di successo sul lungo termine.

2.2 Evitare di fornire stime trimestrali degli utili e altri obiettivi finanziari a breve termine.

2.3 Non sostenere o condividere meccanismi di remunerazione che favoriscono una visione troppo a breve termine.

Tali principi obiettano una gestione di breve periodo che, se pure capace di migliorare temporaneamente l'andamento del titolo azionario andando così ad accrescere il valore di mercato dell'*equity*, limita l'implementazione dei progetti economico-finanziari e la consolidazione delle fondamenta dell'impresa, ostacolando un utilizzo efficiente delle risorse. Ad esempio, l'impresa si potrebbe trovare sprovvista di strategie incentrate sulla *customer satisfaction* basate sul continuo monitoraggio della qualità dei beni/servizi prodotti o potrebbe non essere orientata ad attuare programmi di sviluppo e di valorizzazione del capitale umano.

D'altra parte, l'adozione di una *policy* gestionale di lungo periodo non è sinonimo di rigidità delle pianificazioni: oggi il mondo *manageriale* è caratterizzato da una rapida ed imprevedibile evoluzione dei fenomeni economici, come anche degli orizzonti tecnologici, che è imprescindibile una flessibilità strategica. In tale visione, le scelte manageriali hanno a fattore comune avvedutezza e lungimiranza nella capacità di reagire in tempo al mutare dei contesti di riferimento, se necessario riformulando modelli di business e reinterpretando la stessa identità aziendale.

Diviene allora fondamentale che il *management* fissi obiettivi SMART (specifici, misurabili, accessibili, realistici, temporali) per il mercato, il quale è tenuto a valutarne l'efficacia e a monitorarne il raggiungimento sulla base di informazioni tempestive, complete e imparziali. Pertanto, l'approccio che il *management* dovrebbe seguire è "misurare per misurarsi" cioè verificare la performance aziendale conseguita e autovalutarsi rispetto agli obiettivi prefissati e l'ambiente competitivo circostante. Dato che, nel perseguimento dell'obiettivo di creazione del valore economico, l'azione degli amministratori non può che essere discrezionale, aggiungendosi la responsabilità sociale d'impresa, la discrezionalità viene automaticamente amplificata dal moltiplicarsi degli obiettivi su cui sono indirizzate le scelte gestionali. Proprio in ragione di ciò, l'*opus* degli amministratori andrà misurato, sotto il profilo della responsabilità, tenendo conto non solo delle singole operazioni messe in atto, ma in relazione alla loro capacità di aver predisposto e monitorato idonei assetti contabili e organizzativi e di aver osservato, nel loro *modus operandi*, i principi di *fairness* sostanziale e procedurale³², e di aver aggiornato, infine, i sistemi di organizzazione a tali principi.

L'operato degli amministratori si trova così confinato tra due criteri di valutazione:

- I. Il criterio giuridico dell'ottemperanza rispetto alle normative e ai processi decisionali e organizzativi identificati *ex ante*;
- II. Il criterio economico-sociale individuato sulla base dei principi della creazione di valore, la cui realizzazione necessariamente viene misurata *ex post*.

Altresì, alla base dei *Principles* vi è la raccomandazione ad allineare i sistemi di retribuzione o di incentivo degli *executives*, che siano basati sul riferimento alla performance aziendale, alla creazione di valore nel lungo periodo.

³² "Per *fairness* sostanziale si intende la correttezza dell'operazione dal punto di vista economico, quando ad esempio il prezzo di trasferimento di un bene sia allineato con il prezzo di mercato. Per *fairness* procedurale si intende il rispetto di procedure che mirano ad assicurare la correttezza sostanziale dell'operazione". Cfr. Di Giandomenico M. E., "Il bilancio sociale e il modulo aziendale etico", Giuffrè, 2008, p. 151.

Nel fornire un quadro quanto più completo sui pacchetti remunerativi del *top management* idonei a creare valore nel lungo periodo, si elencano qui di seguito alcuni requisiti utili:

- a) si promuove la crescita sostenibile dell'impresa anziché la presenza esclusiva di vantaggi fiscali o contabili a breve termine per l'impresa o per i dipendenti.
- a) si richiede che una parte significativa della retribuzione dei dirigenti sia in forma di capitale proprio;
- b) si richiede che gli alti dirigenti detengano una parte significativa della loro retribuzione basata su capitale proprio per un periodo di tempo superiore al loro incarico;
- c) si proibisce ai dirigenti l'utilizzo di tecniche di copertura che compensano il rischio di stock option o di altre forme di remunerazione a lungo termine;
- d) si prevedono adeguati *clawback* in caso di ridefinizione dei parametri rilevanti.
- e) si richiede che le assegnazioni di azioni siano effettuate ad intervalli prestabiliti ogni anno per evitare la comparsa di un *market timing*.
- f) si assicura che tutti i benefici pensionistici e la retribuzione differita sia conforme agli obiettivi generali del piano di retribuzione.

Un requisito innovativo ed attuale che si può rinvenire nel piano di incentivazione di lungo termine (*Long Term Incentive*, LTI) delle principali società quotate italiane, come *case study* del presente lavoro di tesi Enel, è il contenimento delle emissioni di grammi di CO₂ per KWh equivalente prodotto in un determinato periodo futuro. Tale informazione è reperibile nella relazione sulla remunerazione approvata durante il consiglio di amministrazione e presentata dal presidente del comitato per le nomine e per la remunerazione. In tale documento vengono indicati le variabili chiave e gli indicatori di *performance* considerati ai fini dell'attribuzione del piano.

Tra gli obiettivi di performance è stato attribuito un peso del 10% alla riduzione delle emissioni legate alla produzione degli impianti in linea con il piano strategico del gruppo Enel permeato dalle tematiche ESG (*Environmental, Social and Governance*).

Nelle *best practices* internazionali, tali tematiche mirano alla concezione dell'impresa come sistema finalizzato a creare valore sostenibile, cioè in un'accezione di valore che comprende non solo la dimensione economica ma anche tutte quelle istanze riconducibili ai valori sociali, ambientali e di *governance*. In base a tale orientamento, la società è incaricata a fissare *targets* di crescita su più dimensioni, non soffermandosi soltanto sulle aspettative economico-finanziarie degli investitori, ma anche su quelle connesse al miglioramento della qualità di vita della popolazione.

D'altra parte, un'impresa che mira a potenziarsi sul piano etico e sociale e attenta a diffondere il proprio valore reputazionale, deve necessariamente dotarsi di un adeguato sistema di comunicazione attraverso cui rendicontare agli stakeholder di quanto e come l'implementazione delle strategie aziendali abbia generato, o nel futuro sia in grado di generare, valore sostenibile. Da qui nasce l'obbligo³³ per le società quotate, le banche, le assicurazioni e per taluni gruppi di grandi dimensioni³⁴ qualificabili come "enti di interesse pubblico", la redazione del bilancio di sostenibilità (o bilancio sociale), redatto secondo *standards* internazionali sia volontari che obbligatori.

Alla principale direttiva europea si vede affiancato il regolamento Consob del 19 gennaio 2018 che regola le modalità di pubblicazione, verifica e vigilanza delle c.d. "dichiarazioni di carattere non finanziario" (DNF). Inoltre, la normativa italiana³⁵ ha previsto la possibilità di redazione di suddette dichiarazioni su base volontaria per tutti i soggetti diversi dagli enti di interesse pubblico che abbiano un interesse a farlo. Tali dichiarazioni dovranno obbligatoriamente essere pubblicate e verranno successivamente assoggettate a controllo dall'Autorità di Vigilanza.

1.4 Standards e certificazioni: la figura dell'*ESG analyst*

Contemporaneamente all'aumento della complessità del *reporting* finanziario, è aumentata la necessità di un'informativa non finanziaria. Mentre un'accurata informazione sulla performance finanziaria dell'impresa rimane di estrema importanza, si trova una percentuale sempre più rilevante di imprese che hanno una componente di *asset* intangibili che necessitano di una chiara e completa rappresentazione.

I *manager*, gli *analysts* e le altre categorie di investitori si stanno dotando di strumenti sempre più accurati e affidabili per valutare ed effettuare proiezioni sulla performance finanziaria futura dell'impresa, tenendo conto nell'*assessment* delle questioni ESG.

Nel 2000, con il lancio della *Global Reporting Initiative* (GRI), le informazioni delle imprese riguardo tali tematiche è migliorata. Oggi, l'80% delle maggiori società a livello mondiale utilizzano gli *standards* GRI³⁶.

³³ Direttiva 2014/95/UE del 22 ottobre 2014 recepita in Italia con il d.lgs. 254/2016.

³⁴ Per grandi dimensioni si intende: n. di dipendenti maggiore a cinquecento e uno dei due valori seguenti: attivo e passivo dello stato patrimoniale maggiore o uguale a venti milioni di euro o totale dei ricavi netti di vendita e delle prestazioni maggiore o uguale a quaranta milioni di euro.

³⁵ Art. 7 del d.lgs. 254/2016.

³⁶ Kell G., "The remarkable rise of ESG", Forbes, 11th July 2018.

Questo risultato è stato raggiunto grazie anche all'aggiornamento delle linee guida, avvenuto il primo luglio del 2018, che ha reso più comprensibile e di facile applicazione il processo di implementazione.

Secondo questa nuova versione, il *focus* per le imprese che decidano di adottare tali *standards* è la materialità (nel gergo, *materiality*), ossia l'identificazione e la valutazione di quegli aspetti materiali che influenzano maggiormente le valutazioni e le decisioni degli stakeholder e l'impatto economico, ambientale e sociale significativo che provoca l'impresa di riferimento.

Merita soffermarsi sulla definizione decisamente ampia che il GRI dà di stakeholder³⁷:

“L'entità o l'individuo che si può ragionevolmente aspettare di essere significativamente influenzato dalle attività, dai prodotti e dai servizi dell'organizzazione che redige il report, o le cui azioni possono ragionevolmente aspettarsi di influenzare la capacità dell'organizzazione di implementare con successo le sue strategie e raggiungere i suoi obiettivi. Gli stakeholder comprendono entità o persone fisiche i cui diritti ai sensi di legge o di convenzioni internazionali conferiscono loro pretese legittime nei confronti dell'organizzazione. Gli stakeholder possono includere coloro che sono coinvolti nell'organizzazione (come i dipendenti e gli azionisti), così come coloro che hanno altri rapporti con l'organizzazione (come altri lavoratori che non sono dipendenti, fornitori, gruppi vulnerabili, comunità locali, ONG o altre organizzazioni della società civile, tra gli altri).”

I GRI *standards* sono suddivisi in quattro serie: la prima riguarda gli *standards* “*universal*” e le altre tre sono “*topic-specific*”, ossia riguardano rispettivamente le tre componenti ESG.

La prima serie, definita come 100, comprende a sua volta tre *standards* universali:

- 1) GRI 101 - *Foundation*: è il punto di partenza per l'utilizzo dell'insieme degli *standards* GRI. Esso stabilisce i principi di rendicontazione per la definizione del contenuto e della qualità del report. Comprende i requisiti per la preparazione di un report di sostenibilità in conformità con gli *standards* GRI, e descrive come questi possono essere usati e menzionati. Il GRI 101 include anche le indicazioni specifiche che sono richieste per le imprese che redigono un bilancio di sostenibilità in conformità con gli *standards*, e per coloro che li utilizzano solo per riportare specifiche informazioni.

³⁷ GRI Standards Glossary 2018, p.19.

- 2) GRI 102 - *General Disclosures*: è utilizzato per riportare informazioni contestuali su un'impresa e le sue prassi di rendicontazione della sostenibilità come, ad esempio, informazioni sull'attività svolta, la strategia, l'etica e l'integrità, la *governance*, le pratiche di coinvolgimento degli stakeholder e il processo di rendicontazione.
- 3) GRI 103 – *Management Approach*: è utilizzato per riportare informazioni su come un'impresa gestisce un argomento avente una certa materialità (“*materiality analysis*”). La sua applicazione per ogni argomento permette all'organizzazione di fornire una spiegazione dettagliata del motivo per il quale l'argomento è stato definito rilevante, dove si verificano gli impatti e come vengono gestiti tali impatti.

Dopo aver dato risposta alle diverse questioni sollevate dalla prima serie, sarà possibile procedere nell'applicazione delle successive tre serie “*topic-specific*” (GRI 200, 300 e 400). Tali serie a loro volta comprendo 37 diversi *standards* a seconda che si parli di Environment, Social o *Governance*.

Annesse a tali serie, il GRI pubblica alcuni allegati contenenti le linee guida per l'interpretazione degli *standards* e la definizione delle priorità settoriali guidata dall'importanza degli impatti: più alto è l'impatto di un settore sullo sviluppo sostenibile, più alta è la sua priorità. In ultima analisi, l'obiettivo è che vi sia uno sviluppo di *standards* appropriati per tutti i settori ad alto impatto.

I primi quattro settori selezionati sono *oil, gas, coal & agriculture* visto che sono ampiamente documentati gli impatti nelle dimensioni ESG, come anche gli impatti sui cambiamenti climatici, sulla biodiversità e sui diritti umani (*GRI Sector Program*).

La posta in gioco è alta per affrontare le sfide globali come il cambiamento climatico, la perdita di biodiversità e le sfide in materia di diritti umani.

Secondo l'Agenda 2030 dell'ONU, è necessaria un'azione urgente e accelerata per affrontare le sfide globali che l'economia, l'ambiente e la società devono affrontare. Per far fronte a queste sfide saranno necessarie azioni diverse a seconda dei settori. I rapporti di sostenibilità delle singole imprese non sempre hanno affrontato in modo coerente le sfide chiave di un settore. Tra le ragioni di ciò possono rientrare la mancanza di chiarezza sugli impatti più significativi di un settore o la mancanza di un'applicazione coerente dei principi per la definizione del contenuto dei reports.

Per indirizzare le decisioni sostenibili, sono necessarie informazioni autorevoli sugli impatti specifici di un settore che possano focalizzare la rendicontazione di sostenibilità sulle questioni più importanti e possano riflettere e stabilire le aspettative degli stakeholder. Tutto questo migliorerà la trasparenza e la responsabilità, creando una base più solida per un processo decisionale sostenibile.

Finora l'approccio considerato per rendicontare l'impatto sostenibile di un'impresa è stato di tipo separato, visto che vi sono alcuni *standards* in circolazione che consigliano di integrare tale impatto "tra le righe" dei documenti finanziari pubblicati convenzionalmente. La filo conduttore di tale nuovo approccio è la connettività delle molteplici informazioni, in modo tale da riportare in un unico documento come si sceglie di creare valore sostenibile nel lungo periodo.

Di recente, l'*International Integrated Reporting Initiative* (IIRC) e il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) con sede negli Stati Uniti hanno contribuito a far progredire la rendicontazione integrata e la sua rilevanza per gli investitori. Nello sviluppo dei propri *standards*, la SASB ha individuato i *topics* da un insieme di 26 questioni di sostenibilità aventi una grande rilevanza, organizzati nell'ambito delle seguenti cinque dimensioni: *Environment, Leadership & Governance, Business Model & Innovation, Human Capital, Social Capital*. Gli *standards* SASB differiscono da settore a settore, consentendo agli investitori e alle aziende di comparare i risultati da azienda in azienda all'interno di un settore, ed inoltre si sono sviluppati basandosi su un ampio sistema di *feedback* reciproci da parte di aziende ed investitori in modo trasparente e pubblicamente documentato. Anche in tali principi si può ritrovare una certa rilevanza verso la "materialità" delle informazioni come avveniva nei GRI *standards*.

Nel complesso, il mercato delle informazioni ESG sta maturando e la qualità, anche se ancora imperfetta, migliora costantemente. Inoltre, le nuove tecnologie basate sull'apprendimento automatico e sull'analisi dei *big data* possono già sbloccare preziose intuizioni e offrire modi semplici per applicare i dati ESG in aggiunta alle informazioni finanziarie convenzionali.

Un elemento che sta divenendo di fondamentale importanza nel mondo degli investitori è la "*CSR performance*". Infatti, in tale contesto una figura professionale che si è venuta a creare è quella dell'*ESG analyst*. L'attività principale di tale soggetto è la conduzione di ricerche sulla base di combinazioni di informazioni disponibili al pubblico, come ad esempio le relazioni annuali sulla CSR, i dati di mercato di Bloomberg, le *disclosures* sulle emissioni di CO₂ e le informazioni private, come i sondaggi, i questionari e le interviste.

Questo a tal fine di stimare sulla base di modelli e calcoli personali le emissioni di gas serra e la proiezione di grafici per la comparazione della performance azionaria con gli indici di sostenibilità presenti nel mercato (ad esempio il *Dow Jones Sustainability Indices*). Generalmente le tre domande principali a cui l'*ESG analyst* dovrà trovare una risposta sono:

- 1) In che misura investire in una specifica impresa e l'impatto che si avrebbe in termini di ESG;
- 2) I rischi ESG sono in linea con il *risk appetite* dell'investitore?
- 3) Vi sono alcuni rischi d'impresa che potrebbero essere mitigati a seguito di opportunità di lavorare con l'investitore per migliorare l'impatto ESG?

L'output finale del lavoro di ricerca sarà un report che potrà essere distribuito, ad esempio, al comitato investimenti e al quale servirà come base informativa di supporto per decidere se investire o meno in una specifica impresa.

Il ruolo dell'*ESG analyst* varia in base al contesto lavorativo in cui opera: potrebbe ad esempio lavorare direttamente per un'impresa che ha l'esigenza di approfondire ed integrare gli aspetti ESG o, altresì, lavorare per una società di *market research* al fine di analizzare i risultati delle indagini e implementare modelli di *ESG rating* sui titoli quotati. D'altra parte, se considerassimo un *ESG analyst* che lavora per una ONG che si occupa di sostenibilità potrebbe essere più concentrato sull'analisi delle politiche ESG di altri enti e su come le politiche pubbliche potrebbero incoraggiare o disincentivare l'integrazione di tali politiche nelle imprese.

I documenti presi in analisi da tali analisti sono redatti in base ad alcuni *standards* definiti a livello globale dall'organizzazione *Global Reporting Initiative* nata con lo scopo di fornire sia il pubblico che il privato un *framework* per la rendicontazione e comunicazione degli impatti che una loro qualsiasi attività può avere sulle varie componenti della sostenibilità. Solo grazie a tali *standards* si è superato l'ostacolo dell'incomparabilità di tali *reports* tra imprese che hanno un diverso *core business*.

Un altro ostacolo che si può trovare nella valutazione di tali reports riguarda l'affidabilità e la validità delle informazioni esposte. Mentre alcune società sono tenute *ex lege* a far disporre un'attestazione indipendente (*assurance*), altre non si preoccupano di ciò.

Il Bianchi³⁸ (2017) delinea gli *standards* di *assurance* riguardanti i c.d. report integrati in due macro-livelli, quello internazionale e quello nazionale italiano.

³⁸ Bianchi S., "Assurance del Report integrato", Linee guida per l'audit secondo gli standard internazionali e italiani, Edizioni Ca' Foscari, 2017.

Nel primo si trovano i principi di revisione (ISA) disposti dalla *International Federation of Accountants* (IFAC), e nello specifico l'ISAE 3000 (*Assurance Engagement Other Than Audits or Reviews of Historical*). Successivamente i principi di verifica stabiliti nello *standards dell'Institute of Social and Ethical Accountability*. Per ultime ma non d'importanza, le linee guida discusse dall'*Integrated Reporting Working Group* appartenente all'*International Auditing and Assurance Standards Board*³⁹ (IAASB). Tale organismo di normazione indipendente opera sotto la supervisione dell'*International Federation of Accountants* (IFAC). A tal riguardo invece, merita soffermarsi sugli *outputs* del piano strategico⁴⁰ 2019-2020 predisposto dall'IFAC, utili a definire l'apporto di tali report nella rappresentazione più completa e veritiera possibile delle informazioni non finanziarie.

Tale rendicontazione dovrà fornire una visione olistica e tempestiva delle performance organizzative e della sostenibilità, una visione che riconosca la complessità del business moderno e comprenda indicatori finanziari e non finanziari. I protagonisti ai quali spetta l'implementazione di tale visione sono i dottori commercialisti, i revisori e, in via generale, l'universo dei professionisti che affiancano l'impresa. Nello svolgimento diligente del loro ruolo devono necessariamente salvaguardare l'interesse pubblico, richiedendo una rendicontazione più olistica, che vada oltre le tradizionali informazioni finanziarie storiche e prenda in considerazione il valore della rendicontazione sulla sostenibilità organizzativa a lungo termine, sui controlli interni necessari e sulle richieste di *assurance* connesse.

Il secondo macro-livello degli *standards* di *assurance* riguarda quello nazionale italiano. I riferimenti normativi in vigore sono gli artt. 3 e 4 del d.lgs. 254/2016 e l'art. 5 del Regolamento Consob con delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018, menzionati *ut supra*. Principalmente vengono disposte tre diverse tipologie di controllo:

- 1) Sugli adempimenti formali relativi alla redazione e alla pubblicità delle dichiarazioni non finanziarie (DNF);
- 2) Sulla modalità di redazione e sui contenuti delle DNF su cui viene rilasciata un'attestazione di conformità in base a tale decreto;
- 3) Sull'ottemperanza di tutte le disposizioni stabilite dal decreto.

³⁹ L'*International Auditing and Assurance Standards Board* è un organismo indipendente di normazione che serve l'interesse pubblico fissando standard internazionali di alta qualità per la revisione contabile, l'*assurance* e altri settori correlati facilitandone l'adozione e l'attuazione.

⁴⁰ IFAC, *Strategic Plan 2019-2020*, novembre 2018.

Tale controllo spetta a due principali soggetti, l'organo di controllo interno, individuabile nel collegio sindacale, e la società di revisione incaricata della revisione del bilancio d'esercizio. Quest'ultima, dovrà *in primis* verificare l'avvenuta redazione da parte degli amministratori della DNF e, successivamente, predisporre separatamente all'ordinaria relazione di revisione del bilancio, ex art. 14 del d.lgs. 39/2010, una relazione *ad hoc* circa la conformità delle informazioni fornite rispetto alle disposizioni del decreto.

Nel documento di ricerca⁴¹ pubblicato da Assirevi lo scorso febbraio si ricorda che la DNF può essere predisposta in via volontaria anche da società non facenti parte della categoria di enti di interesse pubblico rilevante purché sia redatta << secondo criteri di proporzionalità, in modo che non sia comunque compromessa la corretta comprensione dell'attività svolta, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto prodotto, [...] i temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa >>. Per tali società è riservata un'importante deroga riguardante l'assoggettamento all'attività di controllo da parte di un revisore legale della DNF e allo stesso tempo riportando comunque la dicitura “*in conformità*”.

Per usufruire di tale deroga però:

- Se ne deve dare espressa indicazione sull'intestazione e al suo interno della mancata attività di controllo;
- Alla data di chiusura dell'esercizio di riferimento siano soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti dimensionali riportati *ut supra*.

D'altra parte, i doveri del collegio sindacale sono:

- di vigilanza sull'ottemperanza delle disposizioni del decreto, di cui saranno riportate in sede di redazione della relazione annuale per l'assemblea dei soci;
- di verifica circa l'adeguatezza dei procedimenti interni aziendali che conducono alla preparazione di tale *sustainability report*.

È facilmente intuibile che tali doveri sono in via approssimativa riconducibili ai doveri “ordinari” elencati dall'art. 2403 del Codice civile solamente ridimensionati ai fini del raggiungimento dell'obiettivo di integrazione della componente sostenibilità all'interno del complesso aziendale.

⁴¹ ASSIREVI, “La relazione della società di revisione indipendente sulla dichiarazione non finanziaria ai sensi del D.lgs. 254/2016 e dell'art. 5 del Regolamento Consob adottato con delibera n. 20267 del gennaio 2018”, documento di ricerca n. 226, febbraio 2019.

2. L'impatto della CSR sulla *corporate governance*

2.1 Il rapporto tra business e società: l'introduzione di un nuovo scopo sociale

L'impresa e la società dipendono l'una dall'altra. Proprio come gli stakeholder sono influenzati da un'azienda, l'azienda è influenzata dai suoi stakeholder in quanto la sua "license to operate" è rilasciata dalla società che circonda il business.

Il comportamento e i metodi di funzionamento dell'azienda devono rientrare nelle linee guida stabilite dalla società. Questo è possibile attraverso la stipula di un contratto sociale, cioè quel veicolo con il quale il comportamento aziendale viene reso conforme agli obiettivi della società. Così facendo, il business diventa un vero e proprio agente morale all'interno della società con il compito di rafforzarne i valori e infondere positività verso i suoi individui che ci appartengono.

L'azienda e i suoi stakeholder sono interconnessi: la società ha dei valori codificati in leggi e linee guida che l'azienda deve seguire per poter operare. La misura e il modo in cui lo fa, rafforzano questi valori a vantaggio della società.

Come hanno affermato Michael E. Porter e Mark R. Kramer in un *paper* pubblicato dall'Harvard Business Review nel 2006, <<le aziende di successo hanno bisogno di una società sana e, allo stesso tempo, una società sana ha bisogno di aziende di successo>>. Una strategia sostenibile per un'azienda richiede che contribuisca a una società sostenibile. Ciò richiederà scelte difficili, poiché non tutte le azioni che contribuiscono alla società andranno necessariamente a vantaggio degli azionisti, almeno nel breve termine⁴².

Michael Porter nel suo *seminal work* del 1985 ha definito il concetto di vantaggio competitivo, derivante dalla strategia competitiva e che si compone di tre strategie generiche: *leadership* di costo, differenziazione e *focus*. Creare e sostenere un vantaggio competitivo richiede un *focus* a lungo termine: "La sostenibilità delle tre strategie generiche richiede che il vantaggio competitivo di un'azienda resista all'erosione dovuta al comportamento dei concorrenti o all'evoluzione dell'industria;" l'erosione è un processo lungo e lento⁴³.

⁴² Porter, Michael E., and Kramer, Mark R. "Strategy and Society," Harvard Business Review, v. 84, is. 12, 2006: 78–99, p. 83.

⁴³ Porter, Michael E. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press, 1985. pp. xvi; 20.

Successivamente con il supporto di Kramer, Porter ha aggiornato il suo lavoro per esaminare il legame tra vantaggio competitivo e CSR. Da un lato, la CSR è una funzione della gestione del rischio: "*agire come un buon cittadino d'impresa, in sintonia con l'evoluzione delle questioni sociali tra le parti interessate, e mitigando gli effetti collaterali presenti o previsti derivanti dall'operatività aziendale*". In questo settore, le attività di CSR sono preventive, come, ad esempio, la riduzione dell'inquinamento, e riconoscono le aree di business che possono essere influenzate da forze esterne, come la riduzione del consumo di energia a fronte dell'incombente limite massimo di emissioni di carbonio. Abbracciare la CSR in questo modo significa che un'azienda deve ottenere il giusto punteggio sui parametri di controllo dell'inquinamento che, altrimenti, potrebbero danneggiarla finanziariamente (sotto forma di sanzioni normative, cause legali e via dicendo) e in maniera significativa (sotto forma di un'attenzione mediatica negativa e attivismo degli stakeholder). Questo è gestire il *downside risk*, cioè una condizione necessaria ma non sufficiente per un'azienda per perseguire una strategia sostenibile, poiché è richiesta anche la gestione dell'*upside risk*.

Porter e Kramer vedono questa opportunità in quella che chiamano "*strategic CSR*", che è la creazione di valore: "un piccolo numero di iniziative i cui benefici sociali e commerciali sono grandi e distintivi". La *strategic CSR* coinvolge sia la dimensione denominata "*inside-out*" che quella "*outside-in*", lavorando in tandem.

La prima, *inside-out*, si riferisce a come un'azienda incide sulla società attraverso le sue operazioni nel normale corso degli affari.

La seconda, *outside-in*, esiste perché le condizioni sociali esterne influenzano anche le aziende. Qui, la CSR è la naturale estensione delle attività dell'azienda, creando un terreno fertile per prodotti e servizi o clienti futuri e diventando un elemento chiave su come l'azienda stabilisce un vantaggio competitivo, contribuendo così ad una strategia sostenibile nel perseguimento dell'*upside risk*.

Per fare ciò è necessario fare delle scelte su quale tipo di rapporto instaurare tra impresa e società, dal momento che la strategia consiste nello scegliere una posizione unica, svolgendo le operazioni diversamente dai concorrenti in modo da abbassare i costi o meglio soddisfare un set di esigenze dei clienti. Una volta perseguite le giuste scelte, la *strategic CSR* sblocca il valore condiviso investendo in aspetti del contesto sociale che rafforzano la competitività dell'impresa e, da qui, il risultato è una relazione simbiotica in cui il successo dell'impresa e il successo della comunità si rafforzano a vicenda.

Così come il concetto di sviluppo sostenibile è diventato un aspetto centrale del concetto di CSR, entrambi sono ora visti come opportunità per stabilire un vantaggio competitivo.

Per fare questo è necessario che siano integrati nella strategia e nelle operazioni aziendali e non trattati come attività accessorie filantropiche e di pubbliche relazioni.

Se l'impegno di un'azienda nei confronti della CSR e della sostenibilità è fonte di vantaggio competitivo, consentendogli di avere una strategia sostenibile per produrre rendimenti finanziari attuali e futuri, allora dovrebbe rendicontare sulle sue prestazioni finanziarie e non finanziarie in modo olistico e integrato.

L'indagine McKinsey citata in precedenza ha trovato che gli *integrated reports*, compresi i dati finanziari e di altro tipo, migliorerebbero le comunicazioni su come le attività di CSR creano valore per gli azionisti, e che gli investitori professionali erano particolarmente interessati a relazioni che integrano il valore finanziario in materia ambientale, sociale e di *governance* nelle relazioni finanziarie aziendali periodiche.

I parametri considerati più utili per la rendicontazione dei programmi ESG sono stati quelli che quantificano l'impatto finanziario, misurano le opportunità di business e i rischi, e sono trasparenti sulla loro metodologia. Analogamente, le aziende dovrebbero riferire in merito a decisioni di *trade-off* prese consapevolmente e chiarire le implicazioni finanziarie che ne derivano.

I criteri ambientali, sociali e di *governance* (ESG) misurano le prestazioni di un'azienda in ciascuno di questi settori. Anche se comunemente riuniti sotto il tema della sostenibilità, ognuno di questi ambiti ha il proprio set di informazioni che le imprese sono indotte e talvolta obbligate a divulgare. Rispettivamente, questi sono l'impegno per la salvaguardia dell'ambiente, la crescente consapevolezza del ruolo più ampio del business nella società e le continue preoccupazioni per le lacune nella *governance* aziendale.

Le buone prestazioni in ambito ESG contribuiscono direttamente alla gestione della performance finanziaria di un'azienda e non solo. Una buona reputazione ESG aiuta ad attrarre e mantenere dipendenti di alta qualità, rendendo così i processi nelle risorse umane più efficienti ed efficaci. Inoltre, la riduzione dell'impatto ambientale degli incidenti e il miglioramento della sicurezza e della salute dei dipendenti riducono i costi operativi. Infine, le aziende con elevato *rating* ESG generalmente godono di un'immagine nitida con i clienti e gli investitori socialmente responsabili.

Per queste ragioni, i risultati ESG si integrano con tutte le altre componenti strategiche di un'azienda visto che sono utilizzati per fissare le priorità delle iniziative, guidare operativamente le azioni, valutare le prestazioni dei dirigenti e stimolare la loro discussione in occasione delle riunioni di revisione della strategia.

2.2 Il superamento dell'*agency problem*: *The Team Production theory*

Chi possiede una società? La maggior parte degli economisti e degli studiosi di diritto oggi sarebbero inclini a rispondere: i suoi azionisti.

Le discussioni contemporanee sul governo societario sono state dominate dall'idea che le *public companies* sono poco più che pacchetti di beni di proprietà collettiva degli azionisti (c.d. *principals*) che assumono amministratori e dirigenti (c.d. *agents*) per gestire tali beni per loro conto.

Il rinominato modello *principal-agent*, a sua volta, ha dato luogo a due temi ricorrenti nella letteratura: in primo luogo, che il problema economico dominante affrontato dal diritto societario è la riduzione degli *agency costs*, mantenendo amministratori e *manager* fedeli agli interessi degli azionisti; e in secondo luogo, che l'obiettivo primario della *public company* è o dovrebbe essere la massimizzazione della ricchezza degli azionisti.

A tale teoria si sono fermamente opposti due studiosi di diritto societario, Blair e Stout (1999), sostenendo che le uniche norme giuridiche che governano le società pubbliche sono concepite principalmente per affrontare un problema diverso, ossia quello della *team production*⁴⁴. Tale *impasse* nasce quando un certo numero di individui deve investire risorse specifiche dell'azienda per produrre un risultato, e quindi un beneficio, non separabile. In tali situazioni i membri del team possono avere difficoltà o impossibilità di redigere contratti espliciti che distribuiscono il risultato dei loro sforzi congiunti e, in alternativa, potrebbero preferire di cedere il controllo della loro impresa a una terza parte indipendente incaricata di rappresentare gli interessi del team e di distribuire le ricompense tra i membri del team.

Basti pensare che i membri del team potrebbero essere gli azionisti e la terza parte indipendente trovasse sua espressione nel consiglio di amministrazione. Pertanto, la funzione economica essenziale dell'impresa non è quella di affrontare i problemi del modello *principal-agent*, ma di fornire un veicolo attraverso il quale azionisti, creditori, dirigenti, dipendenti e altri potenziali stakeholder aziendali che hanno la possibilità di investire risorse specifiche dell'azienda sono anche disposti, a proprio vantaggio, a cedere congiuntamente il controllo di tali risorse a un consiglio di amministrazione.

Se così accadesse, allora, agendo in ordine gerarchico, il consiglio di amministrazione potrebbe subordinare gli interessi degli azionisti a quelli degli stakeholder per il beneficio a lungo termine degli azionisti.

⁴⁴ Blair, Margaret M. and Stout, Lynn A., op. cit.

In altre parole, la teoria della *team production* consente agli organi di governo societario di sostenere gli obiettivi di sostenibilità, se lo scelgono, poiché tali sono parte integrante della funzione congiunta per il benessere (“*joint welfare function*”) che i consigli di amministrazione devono servire secondo la legge. Le imprese classificabili come altamente sostenibili, cioè quelle che adottano *disclosure* specifiche e presentano un *core business* prevalentemente sostenibile, saranno anche caratterizzate da un modello di *governance* altrettanto differenziato che terrà conto di una più ampia gamma di stakeholder. Questo prevede che tali imprese abbiano, inoltre, maggiori probabilità di adottare una serie di pratiche di coinvolgimento degli stakeholder (“*stakeholder engagement*”). Infatti, nella misura in cui il consiglio di amministrazione è, secondo la teoria della *team production*, "libero di prendere in considerazione e fare compromessi tra gli interessi contrastanti di diversi gruppi societari"⁴⁵, allora è imperativo che le esigenze e le aspettative degli stakeholder sono fattori interconnessi del coinvolgimento. Pertanto, questo è necessario per consentire all'azienda di prendere decisioni su come affrontarle al meglio in termini di massimizzazione di quella che il modello della *team production* definirebbe la “*joint welfare function*” dell'impresa.

Tuttavia, gli interessi degli stakeholder non sono sempre allineati, e di fatto sono spesso in conflitto, almeno nel breve termine. È quindi attraverso lo *stakeholder engagement* che l'azienda determina la significatività (“*materiality*”) delle richieste di ciascuno di questi stakeholder per determinare il giusto equilibrio nel soddisfare le aspettative di tutti.

Hillman and Keim (2001)⁴⁶ hanno ipotizzato ed empiricamente dimostrato che il coinvolgimento degli stakeholder è direttamente collegato a performance finanziarie migliori, consentendo alle aziende di sviluppare beni immateriali sotto forma di forti relazioni a lungo termine, che possono poi diventare fonti di vantaggio competitivo. Pertanto, un maggiore coinvolgimento degli stakeholder si basa sulla capacità di un'azienda di stabilire relazioni a lungo termine con coloro che assumono un ruolo chiave nel conseguimento di un beneficio sostenibile. Allo stesso modo, è stato sostenuto⁴⁷ che quando un'azienda è in grado di impegnarsi in modo credibile a contrarre con i propri stakeholder sulla base della fiducia reciproca e della cooperazione in un orizzonte a più lungo termine, allora l'azienda "sperimenterà una riduzione dei costi di agenzia, dei costi di transazione e dei costi associati alla produzione del team" (Cheng et al. 2014).

⁴⁵ Blair e Stout 1999, op. cit., p. 291.

⁴⁶ Amy J. Hillman and Gerald D. Keim, “Shareholder Value, Stakeholder *Management*, and Social Issues: What's the Bottom Line?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, No. 2 (Feb. 2001), pp. 125-139.

⁴⁷ Cheng B, Ioannou I, Serafeim G (2014) Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management J.* 35(1):1–23.

Si potrebbe sostenere, pertanto, che le imprese che hanno integrato nella loro strategia gli elementi di fiducia e cooperazione reciproca e la costruzione di relazioni a lungo termine con i principali stakeholder attraverso l'integrazione delle questioni sociali e ambientali, saranno meglio posizionate per beneficiare di forme contrattualistiche più efficienti.

Tale considerazione risulta essere anche coerente con una nozione centrale del modello pocanzi menzionato di Blair e Stout (1999): risolvere i problemi di coordinamento orizzontale tra le parti interessate è più critico in un ambiente di *team production* rispetto ai problemi di coordinamento verticale (cioè, il modello *principal-agent*).

Al contrario, le aziende che non hanno integrato tali questioni (o aziende che si concentrano prevalentemente solo su problemi verticali interni di coordinamento) hanno maggiori probabilità di sostenere costi di agenzia e di transazione, e quindi hanno maggiori probabilità di contrarre sulla base di frenare i comportamenti opportunistici. Questo tipo di contrattualizzazione relativamente meno efficiente impedisce loro di adottare una più ampia gamma di pratiche sulla *stakeholder engagement*.

In summa, le imprese classificabili come altamente sostenibili si distinguono nel loro modello di *stakeholder engagement* in quanto, rispetto alle altre aziende, sono più orientate a comprendere le esigenze dei loro stakeholder, investendo nella gestione di tali relazioni e rendicontando sia internamente che esternamente sulla qualità delle loro relazioni.

Nel valutare l'impatto del coinvolgimento degli stakeholder, Choi e Wang (2009)⁴⁸ hanno sostenuto che una gestione efficace delle relazioni con gli stakeholder può generare la persistenza di performance finanziarie superiori nel lungo periodo o un recupero più rapido nelle aziende aventi una performance mediocre. Ciò avviene perché la costruzione di buone relazioni con gli stakeholder non è solo idiosincratICA per ogni azienda, ma si basa anche sul rispetto reciproco, sulla fiducia e sulla cooperazione che richiedono un orizzonte temporale più ampio per svilupparsi.

Da qui si vuole dare particolare importanza proprio al “*long term time horizon*” tipico del coinvolgimento degli stakeholder perché, tipicamente, nel breve termine ci sono dei *trade-offs* derivanti dal soddisfacimento delle variegate esigenze dei gruppi di stakeholder.

⁴⁸ Choi J, Wang H (2009) Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management J.* 30(8):895–907.

Per costruire e mantenere il rispetto reciproco, la fiducia e la cooperazione con gli stakeholder, l'azienda deve, nel tempo, dimostrare l'impegno a bilanciare gli interessi di questi diversi stakeholder. Certamente, questo richiede che anche gli stakeholder abbiano una prospettiva a lungo termine.

Ciò è favorito dalla volontà dell'azienda stessa di dimostrare la propria disponibilità ad effettuare gli investimenti necessari nella relazione, dando così agli stakeholder uno sprone a adottare un orientamento di lungo termine. In altri termini, un efficace coinvolgimento degli stakeholder richiede l'adozione di un orizzonte temporale a più lungo termine. In relazione a questo, la letteratura esistente sul c.d. "*short-termism*" (Lavery 1996) mostra che gli incentivi retributivi per i dirigenti che si basano su metriche a breve termine possono spingere i *manager* a prendere decisioni che portano l'azienda a performare nel breve termine a scapito della creazione di valore nel lungo. Di conseguenza, un'attenzione a breve termine può portare alla mancanza degli investimenti strategici necessari per garantire la redditività futura. È importante notare che una tale focalizzazione a breve termine spesso implica l'imposizione di un'esternalità negativa a quei soggetti coinvolti interessati nella gestione dell'impresa ma non azionisti. Pertanto, l'approccio a breve termine è incompatibile con quanto detto sulla *stakeholder engagement* compromettendo l'attenzione a lungo termine sulle relazioni con gli stakeholder. Questo argomento è anche coerente con un'altra idea chiave del modello di Blair e Stout (1999): "trattare gli amministratori come fiduciari incaricati di servire interessi superiori e al di fuori di quelli degli azionisti può di fatto essere nell'interesse a lungo termine". Questo perché cedere i diritti di controllo sulla società al consiglio di amministrazione limita *ex ante* i comportamenti opportunistici e a breve termine di ricerca del profitto e, quindi, consente ad altri stakeholder di effettuare investimenti specifici nell'azienda che sono necessari per generare un *surplus* dalla *team production* nel lungo periodo. Ne consegue, quindi, che le aziende con un modello di business solido, credibile e multi-stakeholder hanno meno probabilità di soffrire le patologie associate al breve termine e, seguendo tale approccio, avranno a disposizione una tipologia di investitori tanto più selezionata e *long-term-oriented*.

È importante sottolineare che l'azienda comunica le sue normative e i suoi valori sia all'interno che all'esterno, e poiché un orizzonte temporale a lungo termine è un elemento chiave per l'integrazione dei criteri ESG, ci si può aspettare che le aziende classificabili come altamente sostenibili pongano una maggiore enfasi nella loro *disclosure* sul lungo termine.

Ma esattamente, nel mondo dell'economia, a quanto corrisponderebbe in anni un orizzonte di lungo termine? Fin dai primi anni di studio accademico si impara a fare una distinzione tra breve e medio-lungo termine e i diversi effetti economici che si rilevano in tali orizzonti temporali. In una scelta d'investimento tali periodi possono essere totalmente a discrezione dell'investitore e del suo appetito al rischio ("*risk appetite*"). Sulla base di analisi soggettive, tale soggetto andrà a raccogliere informazioni sullo strumento finanziario che farà più al suo caso.

Generalmente, il breve periodo viene associato a tutti quei investimenti che presentano una durata inferiore ai tre anni. Invece, per medio-lungo periodo si fa riferimento ad una durata che va da tre anni fino ad arrivare a dieci, venti o persino trenta anni. Tale ragionamento se venisse calato nell'ottica dei cambiamenti climatici, con l'accelerazione del riscaldamento globale mai stata così elevata in duemila anni⁴⁹, non troverebbe una perfetta corrispondenza.

Nell'acronimo ESG, non a caso è stata posta per prima la dimensione "*Environmental*": le scelte manageriali riguardanti tale dimensione inizieranno a produrre i loro effetti (positivi o negativi) fin dalla loro attuazione, andando così a rimpicciolire l'intervallo di tempo di breve periodo comunemente considerato. Cercando di trovare una risposta al quesito posto pocanzi, merita soffermarsi sul documento redatto nel 1987 dalla *World Commission on Environment and Development* (WCED), conosciuto come "*Rapporto Brundtland*" dal nome della presidente che quell'anno l'aveva commissionato, o meglio conosciuto come "*Our Common Future*". Tale documento è di particolare importanza per il seguente lavoro di tesi perché per primo dà una definizione di sviluppo sostenibile: "*quello sviluppo che consente la soddisfazione dei bisogni economici, ambientali e sociali delle attuali generazioni, senza compromettere lo sviluppo delle generazioni future*".

Tale affermazione mette in luce un fondamentale etico: la responsabilità delle scelte effettuate dalle generazioni presenti nei confronti di quelle future. Da qui, scaturisce implicitamente l'esistenza di un intervallo temporale di lungo periodo riconducibile alla durata di una generazione, in media venticinque anni. In tale intervallo, gli esseri umani nelle loro scelte quotidiane devono mirare alla salvaguardia delle risorse, nelle sue più variate accezioni, e all'equilibrio naturale del nostro pianeta.

⁴⁹ Turney, Chris S. M.; McGregor, Helen V.; Francus, Pierre; Abram, Nerilie; Evans, Michael N.; Goosse, Hugues; von Gunten, Lucien; Kaufman, Darrell; Linderholm, Hans; Loutre, Marie-France; Neukom, Raphael (2019). *Introduction to the special issue "Climate of the past 2000 years: regional and trans-regional syntheses"*. *Climate of the past*, 15(2), pp. 611-615. Copernicus Publications.

Se così non fosse, ci rimarrebbero solo 11 anni⁵⁰ per prevenire danni irreversibili causati dal cambiamento climatico, come è stato affermato dal presidente dell'Assemblea Generale dell'ONU, María Fernanda Espinosa Garcés, durante il *meeting* sul clima e lo sviluppo sostenibile, tenutosi il 29 marzo 2019: <<*We are the last generation that can prevent irreparable damage to our planet. [...] Climate justice is intergenerational justice*>>. In sintesi, si evince che le aziende ad alta sostenibilità sono efficaci comunicatori del loro approccio a lungo termine; così facendo, di fatto, persuadono gli investitori *long-term-oriented* ad investire nelle loro azioni, distanziando coloro che hanno un orizzonte breve e finalità di investimento prettamente speculative.

2.3 Il recepimento della direttiva 2014/95/UE nelle società italiane del MTA: evidenze e considerazioni

Si rende indispensabile ai fini del seguente lavoro di tesi, l'analisi e la valutazione dello studio⁵¹ condotto nel 2018 dalla CONSOB sull'impatto dell'introduzione del d.lgs. 254/2016 sulle società italiane con azioni ordinarie quotate sull'MTA (Mercato Telematico Azionario). Come è stato evidenziato nel primo capitolo, tale decreto fornisce supporto all'impresa nell'evoluzione del modello di *corporate governance* al fine di cogliere gli effetti dell'inclusione dei fattori ESG e i rischi non finanziari annessi. In questa prospettiva, è interessante analizzare come le società hanno recepito tale normativa all'interno del sistema aziendale e con quale intensità sono stati coinvolti gli organi di amministrazione, in particolare quelli indipendenti, in tali tematiche.

Alla fine di tale analisi si rileverà se, oltre alla *compliance*, anche le aziende che rendicontano in materia ambientale, sociale e di *governance* sono in fase di trasformazione della strategia e del modello di business. L'integrazione dei fattori ESG nel sistema aziendale può infatti innescare una trasformazione cross-culturale dei modelli di *governance*: dallo scopo sociale all'attivazione di comportamenti e progetti interfunzionali e lungimiranti; la progressiva considerazione di ESG in strumenti di *monitoring* e *reporting*; il coinvolgimento con gli stakeholder interni ed esterni e il loro contributo alla definizione della rilevanza delle tematiche non finanziarie nell'analisi di materialità; l'inclusione nella *governance* dei rischi della gestione dei rischi non finanziari.

⁵⁰ The Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), "Global Warming of 1.5 .C", October 2018.

⁵¹ CONSOB, Methodos in collaboration with Nedcommunity, "Non-financial information as a driver of transformation, evidence from Italy", 2018.

Di seguito vengono riportati, sia in modo discorsivo che in veste grafica, i dati statistici principali su cui è stato svolto lo studio.

Nel 2017, il 55% (n. 83) delle società quotate sul MTA ha pubblicato volontariamente (visto che non vigeva l'obbligatorietà) il report sulle DNF e il 73% (del 55%) ha condotto al suo interno l'analisi di materialità.

Nel 2018, il 65% (n. 149) delle società quotate sul MTA ha pubblicato *ex lege* il report sulle DNF. Il 31% (n. 70) è stato esentato dalla *disclosure* obbligatoria visto che non rientrava nei criteri dimensionali⁵². Il 4% (n. 9) invece è stato esentato dall'obbligo dato che ricade sulla *holding* del gruppo di cui ne fa parte. Inoltre, sempre nel 2018, il 100% (del 65%) ha condotto al suo interno l'analisi di materialità.

In un anno, n. 66 società in più hanno fatto *disclosure* obbligatoria delle DNF, rimanendo escluse comunque 70 società che rappresentano circa un terzo del MTA.

Questo indica che, date le peculiarità della composizione del mercato, sarebbe consigliabile estendere tale obbligo a tutte le società quotate indipendentemente dalle dimensioni, per *par condicio*, dando così priorità alla finalità di tali *disclosures* e maggiore completezza informativa.

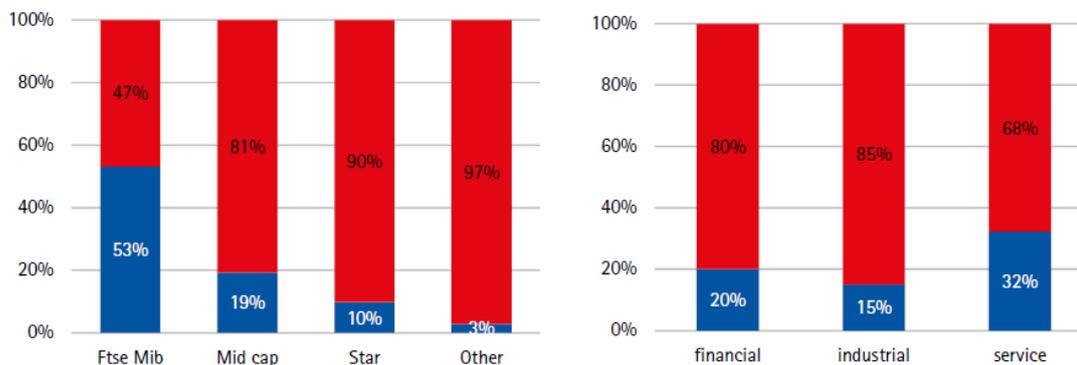
L'approccio seguito dalle 149 società nel redigere le DNF è risultato essere leggermente diverso: il 92% delle società ha redatto esclusivamente le DNF seguendo alla lettera le informazioni richieste dal decreto, invece solo il 4% ha preferito l'*Integrated Report*. La restante parte (n. 9 società) ha affiancato ai due modelli il bilancio di sostenibilità, dando così un ventaglio di informazioni più complete e specifiche.

Facendo riferimento al *framework* di riferimento sviluppato dal GRI, e, in particolare, al "*G4 Reporting Principles and Standards Disclosures*", lo studio della Consob ha evidenziato come le società del MTA hanno condotto l'analisi di materialità. Come descritto nel precedente capitolo, tale strumento permette alle società di avere una visione nitida delle aree prioritarie sia per loro che per gli stakeholder così da intraprendere le giuste azioni per performare meglio in tali aree. Dallo studio è emerso positivamente che nel 2018 il 99% delle società ha svolto tale analisi e comunque tale percentuale era significativa già dal 2017 (73%). Ma, il coinvolgimento dei soggetti interni (organi interni e *top manager*) e soggetti esterni (stakeholder) non risulta essere sullo stesso piano come da *best practices*: 129 sono le società che hanno coinvolto gli organi consiliari interni, 47 i *top manager*, e 44 gli stakeholder esterni.

⁵² Nota cit. n.32.

Di seguito, due grafici a barre che compongono tali dati in informazioni basate, a sinistra, sull'indice e, a destra, sul settore di riferimento in materia di *best practices*⁵³.

GRAFICI N. 2 - 3 – “Analisi di materialità per Indice e per Settore”⁵⁴.



Dai grafici si evince che 21 su 40 grandi società per capitalizzazione, cioè quelle appartenenti al FTSE MIB, hanno adottato tali *best practices* e ciò risulta essere più frequente nel settore dei servizi rispetto al finanziario e l'industriale.

Un dato decisamente più preoccupante è che nessuna di tali società ha menzionato l'analisi di materialità all'interno del piano strategico, laddove reso noto, ma esclusivamente tematiche di lungo periodo e il relativo impatto nella creazione di valore (n. 12 società) o gli impatto sugli SDGs dell'ONU⁵⁵ (n. 5 società).

Un'altra sezione importante dello studio condotto da CONSOB riguarda l'analisi documentale della relazione sul governo societario del 2018 sullo stesso campione di società del MTA.

Si ricordi, a tal proposito, che il Codice di Autodisciplina detta all'art. 1 il contenuto che deve possedere tale relazione riguardo:

- 1) la valutazione della performance del C.d.A.⁵⁶;

⁵³ Le *best practices* si riferiscono al caso in cui l'analisi di materialità è stata effettuata: i) coinvolgendo gli organi interni e/o i *top manager* e descrivendo gli strumenti utilizzati, e ii) coinvolgendo gli stakeholder e descrivendo gli strumenti utilizzati.

⁵⁴ Grafico riportato in CONSOB, op. cit., (2018) p. 9.

⁵⁵ I *Sustainable Development Goals* (SDGs) dell'ONU sono 17 e fanno parte dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile cioè quel programma di azioni per l'umanità sottoscritto nel settembre 2015 dai 193 Paesi membri dell'ONU avente come *maturity* il 2030. Fra tali obiettivi comuni specificatamente numerati si possono trovare, ad esempio, la lotta alla povertà o al cambiamento climatico, come anche il contrasto al *gender diversity*.

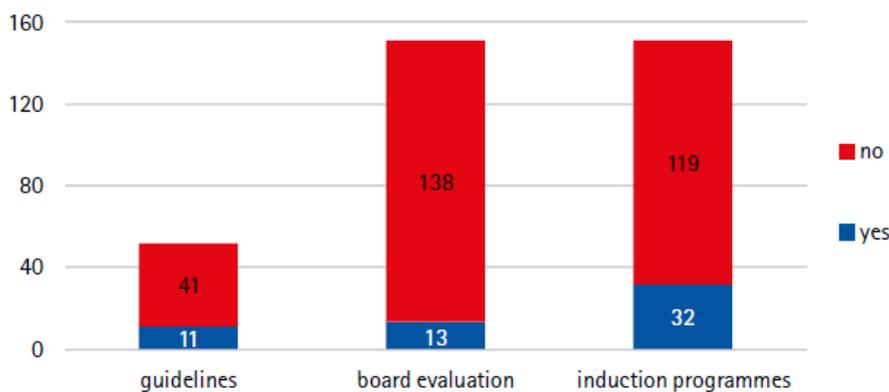
⁵⁶ Comitato per la Corporate Governance, Codice di Autodisciplina, luglio 2018, p. 6, par. 1. C.1. lettera g): <<Il consiglio di amministrazione effettua, almeno una volta all'anno, una valutazione sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati nonché sulla loro dimensione e composizione, tenendo anche conto di elementi quali le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica, anche in relazione ai criteri di diversità di cui all'art. 2.>>

- 2) i programmi di *induction* organizzati nel corso dell'anno dal presidente del C.d.A.⁵⁷;
- 3) le linee guida emanate in occasione della nomina degli amministratori⁵⁸.

Sulla base di questi contenuti specifici, l'analisi della Consob si è concentrata sulla considerazione dei fattori ESG nel processo di valutazione, nelle sessioni di formazione organizzate dalle aziende per i loro consigli di amministrazione e nelle linee guida del consiglio di amministrazione. Inoltre, è stata riportata anche l'istituzione del comitato per la sostenibilità.

I dati anche qui sono preoccupanti e possono essere evidenziati dal seguente grafico.

GRAFICO N. 4 – “Citazioni di tematiche non finanziarie nel C.d.A.”⁵⁹.



Nel campione preso in analisi le percentuali rilevate nel 2018 restano basse: solo l'8,6% delle imprese ha inserito nella valutazione del *board* l'aspetto non finanziario e solo 1 impresa su 5 ha organizzato delle sessioni informative su tali tematiche. Inoltre, da un'analisi più approfondita delle parole contenute nelle linee guida emesse dal *board* in occasione del consiglio e dalla relazione sulla corporate *governance*, si evince che la parola più utilizzata è “innovazione digitale” (27 citazioni), seguita dalla parola “sostenibilità” (24 citazioni) e tra gli ultimi posti si trova la parola “capitale umano” (6 citazioni).

⁵⁷ Comitato per la Corporate *Governance*, Codice di Autodisciplina, luglio 2018, pp. 11-12, art. 2. par. C.2.: <<Gli amministratori sono tenuti a conoscere i compiti e le responsabilità inerenti alla carica. Il presidente del consiglio di amministrazione cura che gli amministratori e i sindaci possano partecipare, successivamente alla nomina e durante il mandato, nelle forme più opportune, a iniziative finalizzate a fornire loro un'adeguata conoscenza del settore di attività in cui opera l'emittente, delle dinamiche aziendali e della loro evoluzione, dei principi di corretta gestione dei rischi nonché del quadro normativo e autoregolamentare di riferimento. L'emittente riporta nella relazione sul governo societario la tipologia e le modalità organizzative delle iniziative che hanno avuto luogo durante l'esercizio di riferimento>>.

⁵⁸ Codice di Autodisciplina, op. cit., art. 1 par. 1. C. 1 lettera h): <<Il consiglio di amministrazione tenuto conto degli esiti della valutazione di cui alla lettera g), esprime agli azionisti, prima della nomina del nuovo consiglio, orientamenti sulle figure manageriali e professionali, la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna, considerando anche i criteri di diversità raccomandati all'art. 2>>.

⁵⁹ Grafico riportato in CONSOB, op. cit., (2018) p. 11.

Considerando tali statistiche si può affermare che c'è scarsa notorietà dei criteri ESG all'interno dei documenti pubblicati dai *boards* delle società quotate nel MTA. Tali dovrebbero necessariamente integrati e valutati per consentire maggiore trasparenza agli investitori così costruendo rapporti maggiormente fiduciosi che, a loro volta, innescano un meccanismo di creazione di maggiore confidenza nell'investimento in tali società.

Passando alla disamina della registrazione di un comitato di sostenibilità all'interno del sistema di *corporate governance* è opportuno citare le linee guida emanate dalla Commissione Europea in materia di *governance* delle tematiche di sostenibilità: “*Le informazioni possono essere rese più corrette e più accurate, ad esempio, adottando [...] opportune disposizioni in materia di governance aziendale (ad esempio, conferendo a taluni membri indipendenti del consiglio o a un comitato del consiglio competenze in materia di sostenibilità e/o trasparenza)*”⁶⁰.

Alla luce di ciò, solo 45 società su 225 (una su cinque) hanno stabilito un comitato di sostenibilità, di cui la maggioranza (38 casi su 45) ha affidato la supervisione ad un comitato endoconsiliare (in predominanza controllo interno e *risk management*). Va sottolineato che la presenza del comitato è fortemente collegata al grado di maturità della rendicontazione non finanziaria all'interno delle imprese, a prescindere dalle tipologie di comitati prescelte: 23 società su 32 del Ftse Mib, 11 società su 32 del segmento Mid Cap e 6 società su 51 del segmento Star.

Alla base di tali analisi statistiche, vi è senza dubbio un fattore strettamente emotivo/soggettivo: l'impegno sui temi della sostenibilità è fortemente legato ad atteggiamenti comportamentali e psicologici personali. Quindi, prima di impegnarsi a incorporare i criteri ESG in strategie di creazione di valore a lungo termine e comunicare in modo trasparente politiche, impatti, risultati e rischi, i membri del consiglio di amministrazione devono essere personalmente sensibili ai temi della sostenibilità. Dovrebbero essere impegnati in azioni legate alla sostenibilità non solo professionalmente, ma anche nella loro vita personale, credendo fermamente che queste azioni possano generare valore per sé stessi e per gli altri. A tal proposito, è opportuno prendere in considerazione un fattore aggiuntivo fondamentale relativo alla disciplina del governo societario: il requisito di indipendenza per i componenti del consiglio di amministrazione. Per una maggiore comprensione del fenomeno, di seguito è esposto un breve *excursus* sulla definizione di indipendenza e la sua declinazione normativa.

⁶⁰ Commissione Europea, Comunicazione della Commissione, “Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario”, Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, 2017, C 217, p. 7.

L'indipendenza degli amministratori ha diversi importanti richiami nella disciplina normativa italiana:

- alla base vi sono gli artt. 2387, 2399 primo comma e 2409 *septiesdecies* del Codice civile. Nel primo viene rimessa all'autonomia statutaria l'applicazione dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza per l'elezione di un componente del *board*, tenendo in considerazione anche i requisiti esposti dai codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati (si veda, ad esempio, il Codice di Autodisciplina). Nel secondo vengono riportati i requisiti di indipendenza dei sindaci, con le rispettive cause di ineleggibilità e decadenza, richiamati dall'articolo successivo che ne determina il rispetto di tali per almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione.
- art. 147 *ter* commi 3⁶¹ e 4⁶² del T.U.F. come requisito ampiamente compreso nelle *best practices* delle società quotate sul MTA;
- art. 3 del Codice di Autodisciplina (compresi i criteri applicativi) il quale definisce l'effettivo ruolo degli amministratori indipendenti nell'ambito consiliare e la definizione stessa di indipendenza⁶³.

La figura dell'*independent member* nasce negli USA alla fine degli anni '70 sulla scia di taluni scandali finanziari, come garante del perseguimento, da parte del *board*, dell'interesse della società.

Nei sistemi europei, la posizione dell'amministratore indipendente deve essere caratterizzata tenendo conto che gli *executives* sono nominati dall'azionista unico o dal gruppo di comando; da qui la possibilità solo marginale per gli indipendenti di influire sulla loro nomina o revoca, ben potendo tuttavia svolgere nei loro confronti una funzione di *monitoring*, soprattutto in presenza di situazioni di potenziale conflitto di interessi.

⁶¹ << Salvo quanto previsto dall'articolo 2409-*septiesdecies* del Codice civile, almeno uno dei componenti 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 i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti [...] >>

⁶² << In aggiunta a quanto disposto dal comma 3, almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria. [...]. L'amministratore indipendente che, successivamente alla nomina, perda i requisiti di indipendenza deve darne immediata comunicazione al consiglio di amministrazione e, in ogni caso, decade dalla carica. >>

⁶³ <<Un numero adeguato di amministratori non esecutivi sono indipendenti, nel senso che non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio>>.

Il ruolo, però, non si esaurisce nella funzione suddetta, ma può estendersi alla formulazione delle strategie aziendali: essi, oltre che monitorare, possono concorrere attivamente nell'elaborazione e nella verifica delle strategie e delle operazioni di maggior rilievo, al fine di assicurare che i *manager* agiscano nell'interesse della generalità degli azionisti (e non solo del gruppo di comando).

Il requisito di indipendenza contribuisce, allora, unitamente alle qualità personali e professionali dell'amministratore, ad assicurare l'assunzione di decisioni corrette e lo svolgimento efficace delle funzioni di alta direzione e vigilanza che competono al consiglio di amministrazione, così evitando che la decisione consiliare si traduca in una mera ratifica della volontà del socio di controllo.

Si noti, peraltro, che il Codice di Autodisciplina definisce il requisito di indipendenza in senso negativo: esso cioè ne delimita la nozione individuando alcune delle fattispecie più ricorrenti il cui verificarsi si presume incompatibile con la sussistenza del requisito stesso. In positivo, invece, ne parla il Chiappetta (2017): << [...] *si può convenire che amministratore indipendente sia colui per il quale il valore reputazionale sia superiore al valore della carica (sia cioè superiore alle utilità/ai vantaggi ritraibili dalla carica), intendendosi qui la parola "valore" non solo in termini monetari, ma evidentemente anche professionali e personali: il requisito dell'indipendenza è quindi sì ravvisabile nella "autonomia" di giudizio, questa considerata però non solo come assenza di rapporti idonei a offuscare l'imparzialità delle analisi e delle decisioni, bensì come capacità, propria del singolo amministratore, di assolvere in concreto le sue funzioni con professionalità e terzietà, in particolare sapendo cogliere l'esistenza di problemi o anche solo rischi sui quali richiamare l'attenzione degli altri amministratori, non lasciandosi condizionare da interessi extrasociali*>>⁶⁴.

La presenza di amministratori indipendenti nel Consiglio di Amministrazione ai quali sono delegate le questioni di sostenibilità, come dimostrato dal primo report pubblicato da Deloitte sulla rendicontazione non finanziaria⁶⁵, risulta influire positivamente su elementi quali lo svolgimento di attività sullo *stakeholder engagement*, lo sviluppo di un piano di sostenibilità e l'inclusione degli SDGs all'interno della DNF.

⁶⁴ Chiappetta F. (2017) op. cit.

⁶⁵ Deloitte, SDA Bocconi School of Management, "Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione non Finanziaria ex D.lgs. 254/2016", 1. report, ottobre 2018, p. 32.

Questi risultati sono stati evidenziati anche nella *survey* rivolta ai membri di Nedcommunity⁶⁶ (in prevalenza amministratori indipendenti) dove una delle domande principali era: << *Do independent directors have to play an active role in long-term strategies?* >>. Dal campione degli intervistati risulta un responso positivo visto che tali amministratori giocano un ruolo attivo e specifico nella definizione della strategia e della valutazione del rischio andando a considerare i criteri ESG in un'ottica di lungo periodo. Ma, allo stesso tempo, risulta che nel 2017 gli amministratori indipendenti si sentono meno commissionati in tali ambiti rispetto all'anno precedente. Ciò indica che nonostante dovrebbero essere loro stessi coloro che conoscono meglio le implicazioni delle DNF, percepiscono di essere meno coinvolti rispetto agli altri membri del *board* e al presidente stesso. A sostegno di tale tesi, vi è la mancata ricomposizione e riorganizzazione del *board* a seguito dell'entrata in vigore del d.lgs. 254/2016. Infatti, dal campione della *survey* risulta che:

- il 74% dei rispondenti ha fornito un esito negativo;
- il 10% ha affermato che è stato introdotto un comitato dedicato;
- il 9% ha affermato che è cambiata la composizione, facendo acquisire ai membri nuove competenza in materia;
- circa il restante 7% non ha fornito una risposta.

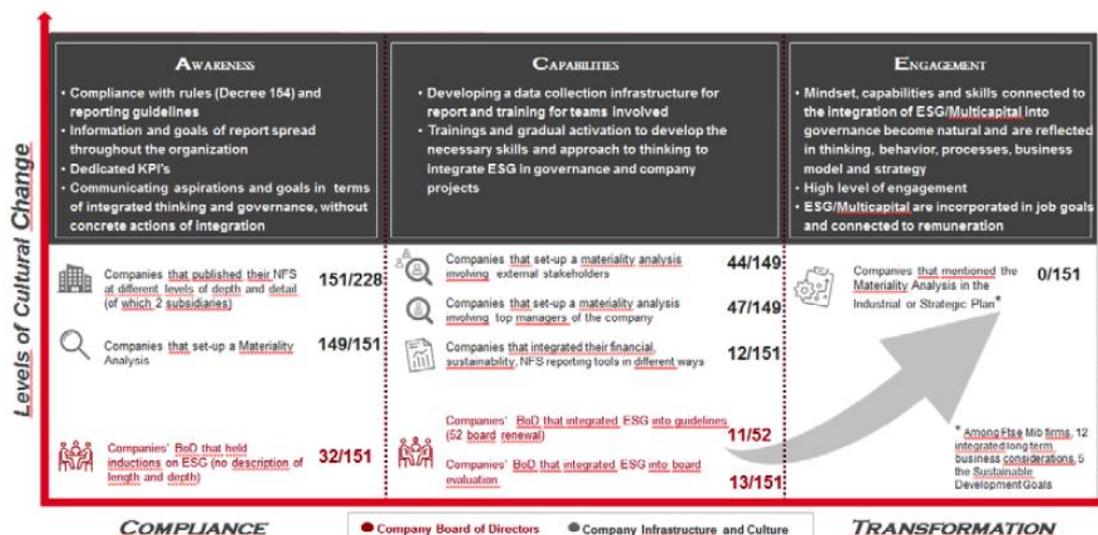
Riguardo le sessioni di *induction* organizzate a favore dei componenti del board per l'elaborazione di una strategia sostenibile di lungo periodo si hanno dei miglioramenti rispetto al 2016, con specifico riguardo alle riunioni dei comitati endoconsigliari e alla pianificazione strategica. Allo stesso tempo, dati positivi si hanno anche in ambito di implementazione di strumenti utili alla *stakeholder engagement*, come, ad esempio, i *meeting multi-stakeholder*, i *company meeting* e i *focus group*.

Infine, come già accennato nel capitolo precedente, i pacchetti remunerativi dei CEOs e dei *top manager* iniziano ad integrarsi con obiettivi ESG, come, ad esempio, la riduzione di un certo numero di kg di CO₂. Dalla *survey*, solo il 15% dei rispondenti ha affermato che ciò accade (un 7% già da diversi anni, un altro 7% circa a partire dal 2017). Questo fenomeno è più frequente nelle società non appartenenti al settore finanziario ed esclusivamente quotate.

⁶⁶ Nedcommunity è un'associazione italiana composta da 550 membri tra amministratori non esecutivi e indipendenti, componenti dei consigli sindacali ed esperti di corporate *governance*. L'indagine è stata condotta attraverso un questionario volto ad accertare la consapevolezza e il coinvolgimento degli intervistati nell'elaborazione di strategie di crescita aziendale di lungo periodo che incorporano fattori non finanziari. Il campione è composto da 69 membri (59% di amministratori indipendenti, 75% di membri del consiglio di amministrazione, 12% di sindaci e 10% di presidenti del consiglio di amministrazione), rappresentando per l'84% le società quotate e per il 71% le imprese non finanziarie.

Il grafico che segue riassume e classifica i risultati dell'analisi finora descritta individuando tre progressive fasi che segnano il processo di trasformazione per essere *compliant* alle finalità del d.lgs. 254/2016: consapevolezza, capacità, coinvolgimento. A seconda dei comportamenti osservati, le aziende possono essere posizionate a diversi livelli di tale processo.

GRAFICO N. 5 – “The three steps of ESG/Multi-capital integration into governance”⁶⁷.



In summa, l'evidenza dello studio preso in considerazione mostra che, mentre alcune grandi imprese stanno ora iniziando ad integrare i fattori ESG nella *governance*, la maggior parte delle imprese, prevalentemente di piccole dimensioni, è ancora concentrata sulla *compliance*.

La finalità della direttiva 2014/95/UE è proprio quella di offrire alle imprese che intendono adottarla nel pieno dei suoi effetti, l'avvio di un processo di trasformazione che permette di integrare il *business model*, la *governance* e le strategie con i criteri ESG. Tale trasformazione consentirà alle imprese che intendono attraversarla un maggiore *appeal* nel contesto degli stakeholder internazionali, attraendo così nuove forme di capitale e vedendosi diminuire il costo dello stesso. Questo accadrà grazie ad un migliore *rating* che verrà attribuito dalle agenzie che, come vedremo di seguito, a loro volta includono nei loro modelli di valutazione dell'affidabilità creditizia l'integrazione dei fattori ESG.

⁶⁷ Grafico adattato da: the ACE Transformation Curve – Methodos – the Change Management Company – 2018. CONSOB (2018), p. 5.

2.4 Il nuovo volto delle agenzie di *rating* nel mercato dei capitali

Le principali agenzie di *rating*⁶⁸ hanno già da tempo iniziato ad integrare nelle loro metodologie di analisi e valutazione l'impatto dei criteri ESG sul merito creditizio della società di riferimento. Questo processo di evoluzione nasce a seguito del lancio dei *Principles of Responsible Investment* (PRI) da parte delle Nazioni Unite nel 2006 con la finalità di supportare la diffusione dell'investimento sostenibile e responsabile tra gli investitori istituzionali. Una volta che si intende aderire ai PRI, si devono obbligatoriamente applicare i seguenti principi⁶⁹:

1. incorporare parametri ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nell'analisi finanziaria e nei processi di decisione riguardanti gli investimenti;
2. essere azionisti attivi e incorporare parametri ESG nelle politiche e pratiche di azionariato;
3. esigere la rendicontazione su parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento;
4. promuovere l'accettazione e implementazione dei Principi nell'industria finanziaria;
5. collaborare per migliorare l'applicazione dei Principi;
6. rendicontare periodicamente sulle attività e progressi compiuti nell'applicazione dei Principi.

In relazione a tali principi, le agenzie di *rating* hanno creato team dedicati alla finanza sostenibile e hanno intensificato l'elaborazione di criteri e di commenti speciali su argomenti ESG.

Facendo un passo indietro, nel 2002, su richiesta della Commissione Europea è stata fondata l'*Association for Independent Corporate Sustainability and Responsibility Research* (AI CSRR) per promuovere la fiducia nelle analisi ESG offerte dalle agenzie specializzate.

Successivamente, nel 2004 è stato introdotto dalla stessa associazione uno *standard* europeo volontario (ARISTA 3.0) per fornire linee guida sulla qualità e la trasparenza delle metodologie e dei processi utilizzati dalle agenzie di *rating* ESG.

⁶⁸ Si fa esplicito riferimento a Standard & Poor's, Fitch e Moody's.

⁶⁹ UN PRI, "I principi per l'investimento responsabile", 2019, p.4.

Nel suo piano d'azione sulla finanza sostenibile⁷⁰, nel 2018, la Commissione europea ha evidenziato la sua strategia per condurre uno studio esaustivo del mercato del *rating* ESG, in particolare per quanto riguarda i metodi utilizzati, la qualità della ricerca e l'indipendenza dei fornitori di *rating*.

La necessità di questo studio nasce dall'importanza che stanno assumendo le agenzie di *rating* di recente, come afferma la stessa Commissione: <<*In recent years, market research providers and sustainability rating agencies have stepped up their efforts to assess companies' environmental, social and governance performance and their ability to manage sustainability risks. Such assessments contribute to a more sustainable allocation of capital and improve the information flow between issuers and investors. The lack of broadly accepted market standards to assess companies' sustainability performance makes the transparency of the methodology used by research providers particularly important*>>.

A seguito di quanto affermato, il piano d'azione della Commissione può essere sintetizzato nei seguenti tre *steps*:

1. Nel secondo trimestre del 2018, la Commissione si è impegnata con tutte le parti interessate ad esaminare i vantaggi di una modifica del regolamento sulle agenzie di *rating* per incaricare le stesse ad integrare esplicitamente i fattori di sostenibilità nelle loro valutazioni in modo adeguato, al fine di preservare l'accesso al mercato per gli operatori aventi dimensione più ristretta. I servizi della Commissione riferiranno sui progressi compiuti a tal riguardo entro il terzo trimestre del 2019.
2. La Commissione ha invitato l'ESMA⁷¹ a: (i) valutare le pratiche attuali sul mercato del *rating* entro il secondo trimestre del 2019, analizzando in che misura si tenga conto di considerazioni ambientali, sociali e di *governance*; (ii) includere informazioni sulla sostenibilità ambientale e sociale nelle sue linee guida⁷² predisposte alle agenzie di *rating* entro il secondo trimestre del 2019 e prendere in considerazione ulteriori misure, se necessario.

⁷⁰ European Commission, "Action Plan: Financing Sustainable Growth", March 2018, p. 7.

⁷¹ ESMA (*European Securities and Markets Authority*) è un'autorità indipendente dell'UE che contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario dell'Unione Europea rafforzando la tutela degli investitori e promuovendo mercati finanziari stabili e regolarizzati. Cfr. <https://www.esma.europa.eu/about-esma/who-we-are>

⁷² L'obiettivo delle linee guida dell'ESMA è quello di migliorare la qualità e la coerenza delle informazioni relative all'ESG nei *ratings* e negli *outlooks*, in particolare: (i) l'obbligo di base per le agenzie di *rating* di includere un riferimento e un link alla sezione del loro sito web in cui è possibile reperire il materiale relativo all'ESG o un documento che spiega come sono considerati i fattori ESG nell'ambito delle loro metodologie; (ii) l'inserimento nel comunicato stampa di una dichiarazione positiva o negativa sull'importanza dei fattori ESG nella valutazione del *rating* del credito della società.

3. Entro il secondo trimestre del 2019 la Commissione realizzerà uno studio approfondito sui *rating* di sostenibilità e sulla ricerca in materia. Essa analizzerà le metodologie ed esaminerà aspetti quali la struttura di mercato dei *rating* di sostenibilità e dei servizi di ricerca di mercato, la profondità e l'ampiezza delle valutazioni e dei punteggi sulla sostenibilità e l'indipendenza di coloro che forniscono tutto ciò (c.d. *assessment providers*). Lo studio esaminerà anche le possibili misure per promuovere i *rating* di sostenibilità e le ricerche di mercato.

Per quanto riguarda le valutazioni ESG, esiste attualmente un universo frammentato di fornitori con una notevole diversità in termini di metodologie, tassonomie e metodi di valutazione. L'obiettivo di lungo periodo è quello di convergere nella standardizzazione dei quadri metodologici.

Dopo un anno di lavoro svolto da gruppi di tecnici *ad hoc* finalizzati alla revisione del mercato delle valutazioni ESG, lo scorso 18 giugno la Commissione europea ha pubblicato la bozza finale sulla tassonomia delle attività sostenibili⁷³.

Tale opera dovrebbe apportare benefici agli attori dei mercati finanziari, in particolare alle banche e agli assicuratori, facilitando l'identificazione delle attività sostenibili e, di conseguenza, l'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle loro decisioni di investimento. Inoltre dovrebbe incoraggiare l'integrazione delle preoccupazioni in materia di sostenibilità da parte delle imprese e degli azionisti nelle loro strategie, offrendo l'opportunità di diversificare la propria base di investitori e dando così una maggiore certezza sul percorso di trasformazione che, come affermato dalla Commissione, costerà 180 miliardi di euro l'anno. Come assicurano gli esperti, i benefici non riguarderanno solo gli attori del mercato finanziario ma anche e soprattutto i consumatori finali grazie ad una maggiore trasparenza, ad un accesso più facile ai prodotti ecologici (con un rischio ridotto di *greenwashing*, se ne discuterà in seguito) e ad una migliore comparabilità. Infine, le autorità di regolamentazione e di vigilanza potrebbero sfruttare la tassonomia proposta per realizzare nuovi piani di investimento *green* ad un costo inferiore⁷⁴.

I costi derivanti dall'applicazione della tassonomia riguardano principalmente la raccolta e la gestione dei dati necessari per valutare il rispetto dei criteri di selezione definiti.

⁷³ EU Technical expert group on sustainable finance, "*Taxonomy technical report*", June 2019. Si tratta ancora di una bozza visto che si dovrà attendere l'insediamento della nuova Commissione europea in ottobre che darà il via libera al processo di approvazione. Dal 18 giugno fino al 13 settembre, tale documento è disponibile per la consultazione da parte dei soggetti interessati che hanno la facoltà di esprimere un proprio feedback online. Dopo tale periodo, i gruppi di lavoro apporteranno gli ultimi migliorativi per poi procedere nello *step* finale, verso l'inizio 2020, dove il documento verrà approvato dai vertici UE e trasformato in regolamento.

⁷⁴ EU Technical expert group on sustainable finance, op. cit., p. 103.

In questo caso, la tassonomia diventa una vera e propria guida che permetterà all'impresa di stabilire e comunicare circa l'idoneità delle sua attività alla tassonomia, in aggiunta indicando la quota sostenibile del suo fatturato.

Le aree di miglioramento della tassonomia proposta dalla Commissione riguardano le lettere S e G dei criteri finora presi in considerazione. L'impegno delle istituzioni è centrale rispetto la tutela dell'ambiente, il cambiamento climatico e la salvaguardia delle risorse ma, i fattori sociali e di *governance* mancano quasi del tutto all'interno della bozza finale. La regolamentazione introduce dei “*minimum social safeguards*”⁷⁵ per tutte le attività elegibili dalla tassonomia. La violazione dei diritti dei lavoratori potrebbe essere considerata un rischio sociale materiale e pertanto è inclusa sistematicamente nella valutazione del rischio ESG. Ma la finanza sostenibile nella sua completezza non può non tener conto della dimensione sociale e di *governance*. Quindi, spetta alla nuova Commissione farsi carico di una evoluzione più radicale della tassonomia andando a considerare eventi dannosi per l'economia europea come l'elusione e l'evasione fiscale, o la speculazione finanziaria. Questi fattori, però, sono alla base delle valutazioni che effettuano le agenzie di *rating* sulle società oggetto di studio. Di seguito una figura descrittiva della macro scomposizione dei tre fattori ESG da parte dell'agenzia di *rating Standards&Poors*.

FIGURA N. 4 – “Valutazione relativa ai fattori ESG dei diversi soggetti rapportati ai peers del settore”⁷⁶.

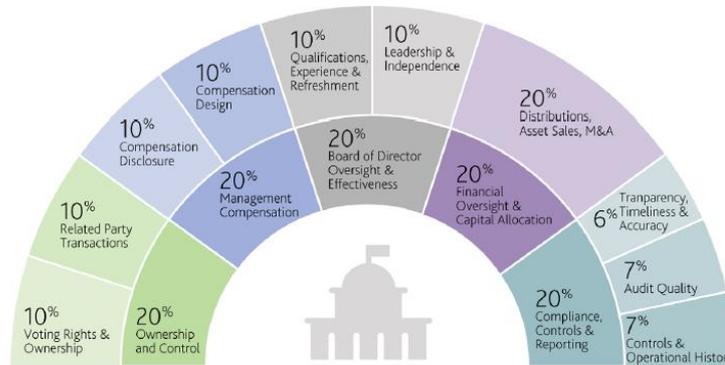


⁷⁵ I *minimum social safeguards* si riferiscono all'art. 3, lett. c), della proposta legislativa sulla tassonomia. Sono procedure attuate dall'impresa per garantire che i principi e i diritti enunciati nelle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'Organizzazione Internazionale sui Diritti e Principi Fondamentali del Lavoro, vale a dire: sono rispettati il diritto di non essere sottoposti a lavoro forzato, la libertà di associazione, il diritto di organizzazione dei lavoratori, il diritto alla contrattazione collettiva, la parità di retribuzione tra lavoratori e lavoratrici per un lavoro di pari valore, la non discriminazione di opportunità e trattamento in materia di impiego e occupazione, nonché il diritto di non essere sottoposti a lavoro minorile.

⁷⁶ Figura adattata da: S&P Global *Rating*, ESG Evaluation, July 2019.

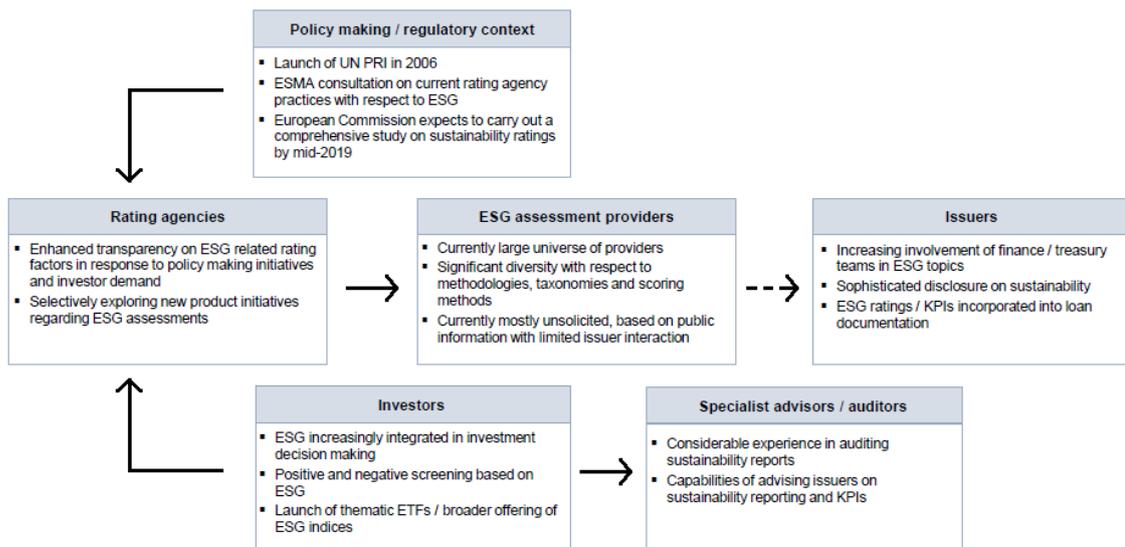
Ad ognuno di questi fattori viene assegnato un peso e viene successivamente scomposto in altre subcomponenti di valutazione. Di seguito viene riportato un esempio illustrativo della scomposizione del criterio *governance* effettuata dall'agenzia di *rating* Moody's.

GRAFICO N. 6 – “Valutazione delle componenti della governance e attribuzione dei pesi”⁷⁷.



Ad oggi, le agenzie di *rating* presentano un nuovo volto al mercato dei capitali. Il loro ruolo è divenuto fondamentale per gli investitori, i *policy makers*, gli *auditors*, gli emittenti di strumenti finanziari e i *providers* di valutazioni ESG, come evidenziato dal seguente grafico.

GRAFICO N. 7 – “Il ruolo delle agenzie di rating nel mercato dei capitali”⁷⁸.



⁷⁷ Grafico adattato da: Moody's, "Overview of Moody's ESG approach", July 2019.

⁷⁸ Elaborazione personale.

Attualmente, le agenzie di *rating* effettuano una netta distinzione tra valutazione del rischio di credito e valutazione del rischio ESG. Data la particolare importanza che hanno assunto i fattori ESG in questi anni, si potrebbe assistere ad un'inversione di posizione della tipologia di *rating*: il rischio di credito potrebbe diventare una sottocategoria del rischio ESG (c.d. rischio di sostituzione).

Così facendo, le imprese che riusciranno meglio nel gestire quest'ultimo rischio, otterranno una valutazione finale più idonea al loro *effort* e beneficeranno di un minor costo del debito. È qui, in questo *step* finale, che risiede uno dei maggiori ritorni degli investimenti in sostenibilità. Inoltre, studi empirici condotti dalla Business School di Harvard⁷⁹, dimostrano che le società aventi un elevato *rating* ESG conseguono una minor volatilità del loro corso azionario, e questo fenomeno è più evidente in periodi di turbolenza dei mercati.

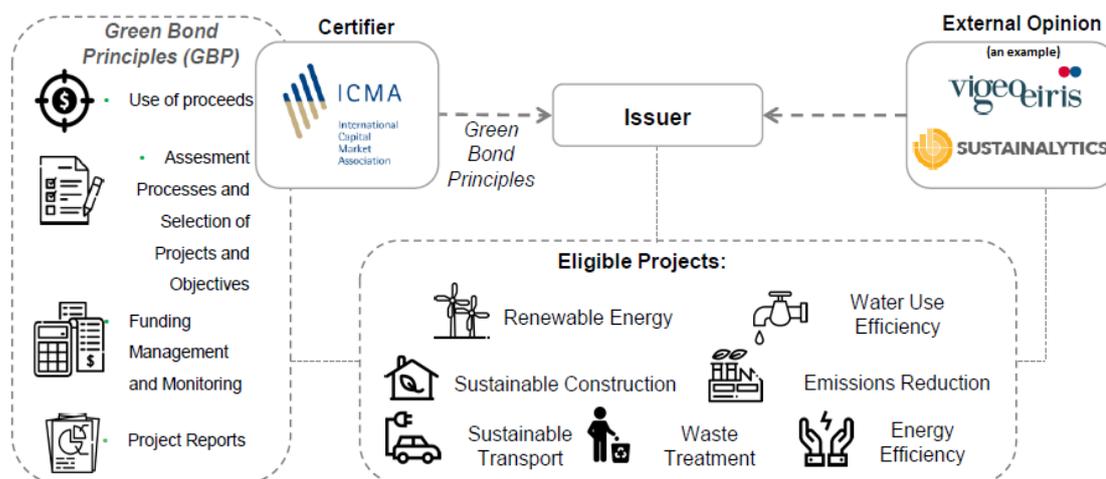
I principali *providers* dei *rating* ESG sono i seguenti:

- MSCI ESG Research;
- Sustainalytics;
- ISS-oekom;
- GRESB;
- Vigeo eiris;
- CDP (Carbon Disclosure Project);
- RepRisk;
- Ecovadis;
- EthiFinance;
- Mrate;
- Bloomberg;
- Thomson Reuters;
- S&P Global *Ratings*.

Il panorama delle agenzie di *rating* ESG è diversificato, con una serie di fornitori che vanno dalle più grandi agenzie intersettoriali globali ai fornitori più locali. Il mercato sembra concentrarsi sulle agenzie con una copertura geografica e indicizzata completa, tra queste, Sustainalytics, MSCI, ISS-Oekom e Vigeo-Eiris. In generale, tali agenzie hanno un modello "*investor-led*" in base al quale la loro remunerazione viene corrisposta dagli investitori. Tuttavia, recentemente Sustainalytics, S&P e Fitch hanno introdotto un prodotto di *rating* ESG che consente a chi vuole emettere uno strumento finanziario o un titolo obbligazionario, come, ad esempio un *green bond*, di richiedere lo *scoring* ESG. Di seguito, a titolo esemplificativo, un grafico che illustra le parti coinvolte nell'emissione di un *green bond* con le relative funzioni.

⁷⁹ Eccles G. R., Ionnau I., Serafeim G., (2014) op. cit.

GRAFICO N. 8 – “Le parti interessate all’emissione di un green bond”⁸⁰.



I *green bonds*⁸¹ sono titoli obbligazionari dedicati esclusivamente al finanziamento o al rifinanziamento, totale o parziale, di progetti *green* incentrati su tematiche ambientali o sulla riduzione dell’impatto del cambiamento climatico. Devono soddisfare i requisiti stabiliti dall’*International Capital Markets Association* (ICMA), l’organizzazione che definisce i *Green Bond Principles* (GBP). L’ICMA ha la responsabilità di costruire la fiducia nel mercato delle obbligazioni *green* stabilendo *standards* accettati a livello internazionale. L’ICMA ha anche il potere di approvare chi sono i revisori esterni in grado di emettere pareri di seconda parte (SPO, *Second Party Opinions*). Il SPO conferma l’allineamento dell’emissione ai *Green Bond Principles* (GBP) e sostiene l’emissione dell’obbligazione dando fiducia agli investitori. In particolare, tale tipologia di titolo facente parte del più grande insieme della finanza sostenibile possiede dei requisiti specifici in termini di “*use of proceeds*” (letteralmente, l’utilizzo dei fondi raccolti), che devono essere investiti in attività sostenibili e rendicontati anno per anno con un livello alto di dettaglio. Spetta ad un’agenzia indipendente l’attestazione di veridicità dello *use of proceeds*.

⁸⁰ Elaborazione personale.

⁸¹ I *green bonds* sono dei titoli obbligazionari facenti parte del macro insieme della “*sustainable finance*”, ossia quella branca della finanza che permette alle imprese di ottenere finanziamenti legati (c.d. “*linked*”) alle variabili ESG dell’impresa stessa. Questo tipo di finanziamenti ha un impatto sullo sviluppo sostenibile della società generando incentivi nei finanziatori al fine di essere aziende più responsabili in tali materie.

2.5 Il rischio *greenwashing*: differenziazione o necessità?

Per aumentare la creazione di valore dei progetti CSR, tali devono essere modellati specificamente per raggiungere l'obiettivo prefissato. Una componente essenziale per cogliere tale valore è garantire che i progetti siano visibili⁸². Evidenze empiriche⁸³ dimostrano che concentrarsi anche solo su una delle variabili strategiche, cioè la visibilità, può essere sufficiente a creare valore per l'azienda.

Una certa cautela in tal senso è necessaria: quando la CSR può essere gestita per la visibilità o reputazione, in assenza di *compliance*, emergono le possibilità del c.d. "*green wash*".

Il termine è un neologismo derivante dalla fusione delle parole *green* ("verde" in ottica ecologica) e *wash* (lavaggio). Se si volesse cercare il significato nel vocabolario inglese, la traduzione che ne verrebbe fuori sarebbe "ambientalismo d'accatto". Il linguista Tullio De Mauro ha affermato che un'ulteriore traduzione potrebbe essere "ammantarsi di verde". L'origine del nome appartiene ad una rivista americana (*Mother Jones*) che nel 1993 usò tale termine per descrivere un paragrafo della "*Toxic Ten*", "la tua guida all'individuazione del peggior inquinatore del tuo paese"⁸⁴. Successivamente fu inserito nel *Concise Oxford English Dictionary* con il significato di "*disinformazione divulgata dalle organizzazioni così da presentare un'immagine pubblica ambientalmente responsabile*". Infatti, gli attivisti del cambiamento climatico temono che le aziende presentino sempre più spesso al pubblico un volto "*environment-friendly*", ritardando al contempo i cambiamenti onerosi necessari per rendere la loro azienda adatta a un futuro a basse emissioni di CO₂ ("*low-carbone future*")⁸⁵. In sostanza, il significato più recente ed attribuibile in tale lavoro di tesi è la pratica di fornire indicazioni fuorvianti sulle caratteristiche di sostenibilità del progetto o, in altri casi, dei prodotti d'investimento. Nel mercato europeo, e in particolare quello inglese, una prima forte *disclosure* di tale minaccia si rinviene in un articolo dell'*Independent*⁸⁶ pubblicato nel febbraio 2006 dove viene affermato che tra le prime cento aziende quotate alla *London Stock Exchange* una su cinque mostra chiari segni di *greenwash*.

⁸² In tal caso per visibilità si intende la partecipazione a programmi di azione sociale al fine di migliorare l'immagine dell'azienda e aumentare la presenza nei media.

⁸³ Husted W. Bryan, Allen B. David, "*Strategic Corporate Social Responsibility and Value Creation among Large Firms*", *Lessons from the Spanish Experience*, Elsevier, 2007, p. 13.

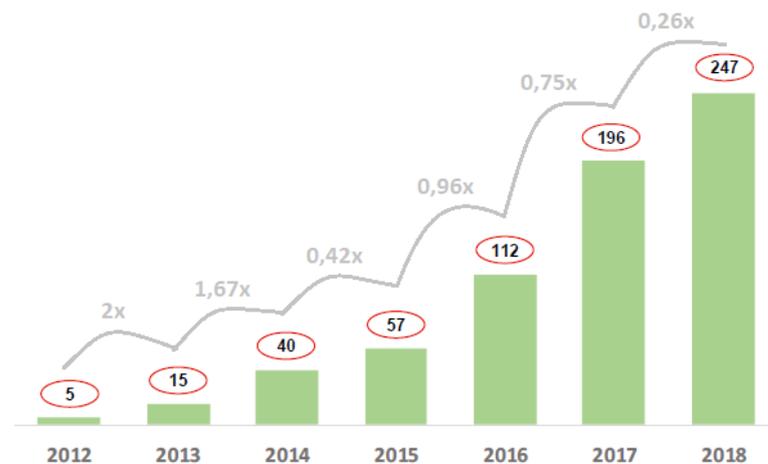
⁸⁴ Mother Jones, *Exposes + Real life politics*, enclosed "*Toxic Ten*", Jan-Feb edition, 1993, p. 42.

⁸⁵ Flood Chris, "*Fund group takes aim at ESG abuse*", *The authority on global fund management*, Financial Times, 29th April 2019.

⁸⁶ Andy Favel, "*Do blue chips' green reports show their true colours?*" *Independent*, February 2006.

La diffusione del fenomeno negli ultimi anni è legata alla crescita esponenziale del mercato dei prodotti *green*, non più considerato di nicchia ma l'eccezione che è divenuta la regola. Lo afferma anche il Sole 24 Ore in un articolo⁸⁷ pubblicato lo scorso luglio dove è stata registrata una crescita del 120% dei *green bonds* sul 2018. Passando invece al macro insieme della finanza sostenibile, di seguito viene riportato un grafico tratto da Bloomberg sulla crescita del volume in miliardi di USD equivalenti dei prodotti sostenibili dal 2012 al 2018.

GRAFICO N. 9 – “Crescita del volume dei Social, Green and Sustainability bonds dal 2012 al 2018 in miliardi di USD”⁸⁸.



Come si evince dal grafico, il mercato dei *Social, Green and Sustainability bonds* continua a crescere rapidamente. Nel 2018 ha raggiunto un nuovo livello record di emissione equivalente a circa 247 miliardi di dollari ma, nonostante l'evidente percorso di crescita, si stima che il mercato dei *green bonds* rappresenti circa il 2% delle emissioni *fixed-income*⁸⁹ globali. Dato che il mercato presenta ampi margini di crescita e di innovazione dei prodotti finanziari in senso *green*, le imprese sentono la necessità di cambiare colore alle loro fonti di finanziamento, “lavandole” di verde. Tale processo condurrà le imprese ad avere un vantaggio competitivo grazie alla differenziazione, traendone beneficio in termini di *standing* creditizio, performance finanziaria e reputazionale⁹⁰. Ma, la maggior parte di queste imprese avvia tale processo per necessità, vedendosi altrimenti estraniata dal mercato.

⁸⁷ Monti M., “*Il fenomeno green bond: crescita del 120% sul 2018*”, Il Sole24Ore, 23 luglio 2019.

⁸⁸ Elaborazione personale. Dati tratti da Bloomberg a gennaio 2019.

⁸⁹ L'investimento in titoli a reddito fisso (*fixed income*) è un approccio incentrato sulla conservazione del capitale e del reddito. Comprende tipicamente investimenti come le obbligazioni governative e societarie, i CDs e i fondi del mercato monetario. Tale categoria può offrire un flusso costante di reddito con un rischio minore rispetto alle azioni.

Cfr. BlackRock, “What is fixed income investing?”

(<https://www.blackrock.com/us/individual/education/fixed-income>)

Wigglesworth R., “*Value of negative yielding debt hits record \$12.5tn*”, Financial Times, June 2019.

⁹⁰ Husted Bryan W. and Allen David B., (2007) op. cit.

Nell'attuale contesto di sempre più viva attenzione alla sostenibilità ambientale da parte dell'opinione pubblica, tale processo rischia di creare un effetto "bolla", indebolendo così le iniziative autentiche che i pionieri in tale settore attuano per risolvere le più grandi sfide ambientali e sociali che l'umanità non ha mai affrontato fino ad oggi.

Una bolla che non è solo il risultato di un comportamento opportunistico ma, anche e nella maggioranza dei casi, frutto della mancanza di competenze in materia ambientale, sociale e di *governance* da parte del *management* delle grandi società e di chi è responsabile della comunicazione verso l'esterno.

Come afferma il Vecchiato (2012): <<Il *greenwash* non è misurabile ma minaccia l'intero comparto delle aziende impegnate verso il rispetto dell'ambiente>>⁹¹.

La CSR è un'opportunità per riconfigurare il panorama competitivo e per sviluppare risorse e capacità distintive e dinamiche. Un altro vantaggio che potrebbe offrire è l'innovazione tuttavia, non è scontato che produrrà un vantaggio competitivo o la creazione di valore. Spetterà decidere ai *manager* in che misura integrarla nei processi aziendali; in caso contrario, la CSR rimarrà per molti un supplemento necessario, anche se a volte scomodo, il cui ruolo principale è quello di evitare potenziali danni al *brand equity*⁹².

⁹¹ Crivellaro M., Vecchiato G., Scalco F., "Sostenibilità e rischio *greenwashing*", libreriauniversitaria.it, aprile 2012.

⁹² Per il significato completo si veda: Rajendra K. Srivastava and Allan D. Shocker, "Brand Equity: A Perspective on its Meaning and Measurement", 1991, pp. 91-124.

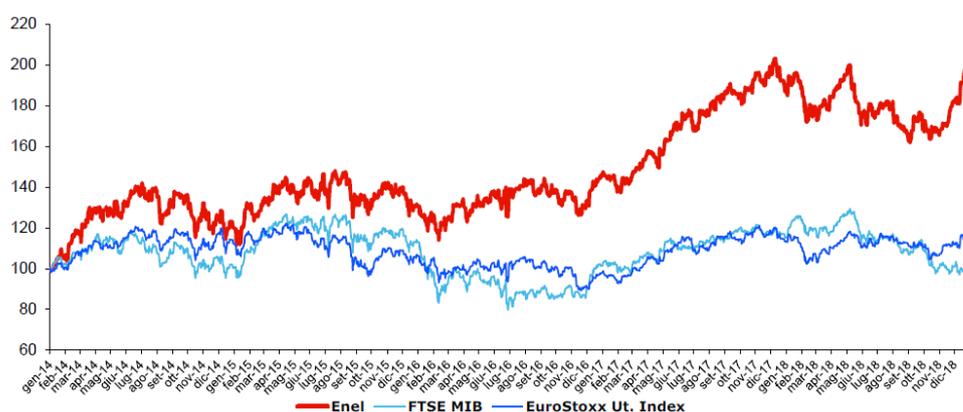
3. Case study

Il gruppo Enel e il perseguimento della strategia sostenibile

3.1 Profilo e struttura di *corporate governance*: la politica sulla diversità e il rapporto con gli investitori

Enel S.p.A. (da qui in seguito la “Società”) è la *holding* di un gruppo multinazionale (da qui in seguito il “Gruppo”) operante con 69.272 dipendenti sparsi in più di 30 Paesi, per un totale di 5 continenti, nel mercato dell’elettricità e del gas. Il Gruppo produce energia attraverso una capacità netta installata di circa 85 GW e distribuisce elettricità su una rete di circa 2,2 milioni di chilometri. È primo operatore per numero di utilizzatori finali nel mondo (73 milioni⁹³), il più grande operatore privato nelle rinnovabili (43 GW di capacità installata, di cui 4,2 GW gestita) con la più larga base di clienti *retail* al mondo (64 milioni⁹⁴). Lo scorso maggio è divenuta la seconda *utility* al mondo per capitalizzazione di borsa attestatasi intorno a 58,57 miliardi di euro: <<è quasi ridondante ricordare i record registrati in Europa e nel vecchio continente: primo gruppo per capitalizzazione del Ftse Mib, prima utility per dimensioni in Europa>>⁹⁵. Di seguito un grafico che mostra il rendimento di 100€ investiti rispettivamente o nel titolo Enel, o nell’indice FTSE MIB o nell’indice *Euro Stoxx Utilities* dal primo gennaio 2014 al 31 dicembre 2018.

GRAFICO N. 10 – “Corso del titolo Enel, dell’indice FTSE MIB e dell’Euro Stoxx Utilities da gennaio 2014 a dicembre 2018”⁹⁶.



⁹³ In tale statistica non sono inclusi gli operatori pubblici.

⁹⁴ Include i clienti dei mercati liberi e regolamentati dell’energia elettrica e del gas. Statistiche tratte dal Piano Strategico del Gruppo Enel 2019-2021.

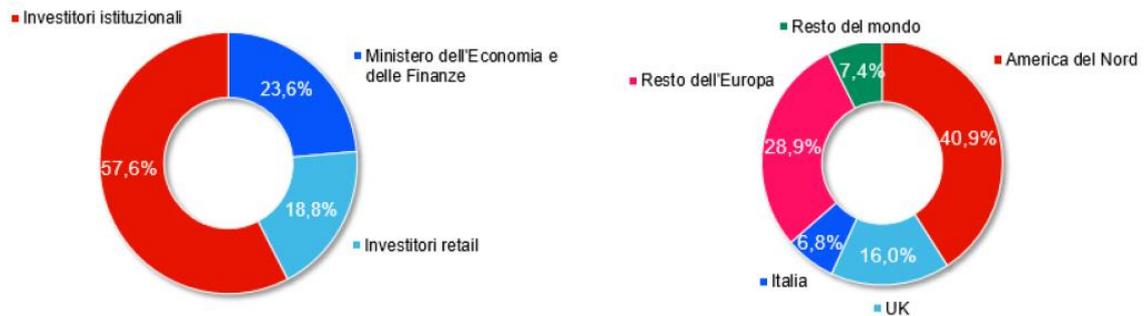
⁹⁵ Serafini L., “Enel seconda utility al mondo per capitalizzazione”, Il Sole24Ore, 21 maggio 2019.

⁹⁶ Grafico tratto da Bloomberg.

Enel è presente nel MTA dal 1999 registrando il più elevato numero di azionisti tra le Società italiane, circa 800.000 tra investitori istituzionali e *retail*.

Di seguito, due grafici a torta rappresentanti la composizione dell'azionariato per tipologia di soggetto (grafico a sinistra) e per area geografica (grafico a destra) a dicembre 2018.

GRAFICI N. 11 - 12 – “*Composizione dell'azionariato per tipologia (sx.) e area geografica (dx.) a dicembre 2018*”.



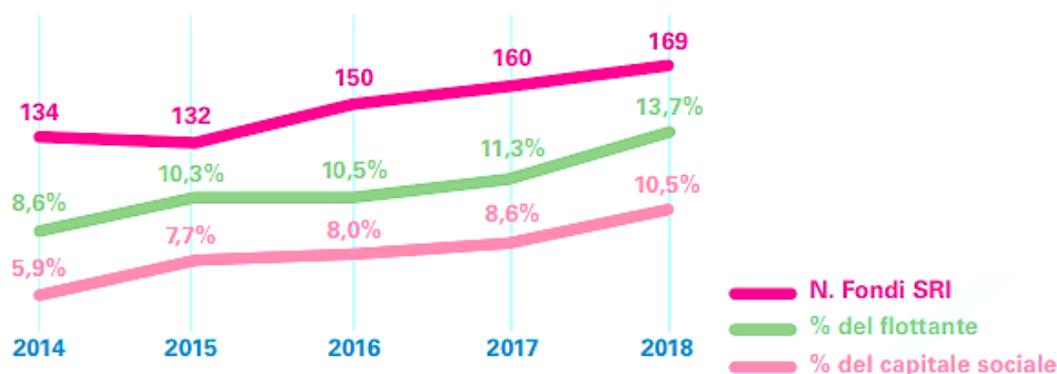
È opportuno evidenziare che nonostante il Ministero dell'Economia e delle Finanze eserciti un controllo di fatto sulla Società grazie a voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria, lo stesso non esercita nessuna attività di direzione e coordinamento (come confermato dalla legge n. 102/2009⁹⁷).

Gli azionisti rilevanti di Enel sono il Ministero dell'Economia e delle Finanze (23,59%), i principali fondi d'investimento internazionali, come ad esempio BlackRock Inc. (4,83% a seguito di partecipazione aggregata), compagnie di assicurazioni, fondi pensione e fondi etici. Questa tipologia di investitori viene attratta grazie all'adozione da parte del Gruppo delle migliori pratiche in circolazione in materia di trasparenza e di *corporate governance*.

Un dato rilevante che viene evidenziato nel Bilancio di Sostenibilità è la crescita della percentuale di partecipazione dei fondi etici all'interno dell'azionariato del Gruppo. Nel 2018 sono 169 i fondi SRI, nove in più rispetto ad un anno prima. Tali rappresentano circa il 10,5% del capitale sociale e il 13,7% del flottante. Di seguito un grafico rappresentativo dell'andamento dei fondi SRI dal 2014 al 2018 nel capitale di Enel.

⁹⁷ Decreto-legge n. 78/2009, art. 19, comma 6 (convertito con Legge n. 102/2009). La disciplina contenuta nel cod. civ. all'art. 2497 in materia di direzione e coordinamento non trova applicazione per il soggetto "Stato Italiano".

GRAFICO N. 13 – “Presenza dei fondi SRI nel capitale di Enel”⁹⁸.



Come viene evidenziato dal grafico, l’andamento dei fondi ESG come percentuale del capitale sociale è crescente nel periodo considerato; la variazione dal 2014 al 2018 ammonta al 78%. Questo risultato è stato raggiunto grazie ad un costante monitoraggio sulla performance di sostenibilità da parte delle principali agenzie di *rating* e l’inclusione delle relative società quotate del gruppo⁹⁹ all’interno dei più importanti indici di sostenibilità. Ad esempio, nel 2019, Enel ed Endesa sono due delle otto aziende delle *utility* elettriche ammesse nel *Dow Jones Sustainability World Index* (DJSI World). Sono stati raggiunti ottimi risultati anche dalle controllate sudamericane Enel Americas ed Enel Chile, le uniche due aziende elettriche cilene ad essere confermate in tutti e tre gli indici di sostenibilità settoriali sudamericani del Dow Jones (*Dow Jones Sustainability Emerging Markets*, *Dow Jones Sustainability MILA1 Pacific Alliance*, *Dow Jones Sustainability Chile*)¹⁰⁰.

La *leadership* di Enel in tema ESG è riconosciuta, inoltre, a livello globale anche per l’inclusione in altri importanti indici di sostenibilità: seconda posizione nel settore elettrico del FTSE4Good, quarto posto nell’Euronext Vigeo-Eiris, settimo percentile nel settore *utility* di Sustainalytics.

Dal punto di vista di attenzione verso i temi sociali, Thomson Reuters ha inserito la Società nella top 100 dell’indice riguardante la *Diversity & Inclusion* grazie alla particolare *policy* in materia adottata. Inoltre, Enel è tra le top 200 aziende dell’*Equileap’s Gender Equality Ranking* grazie all’impegno nell’aumento delle quote rosa nei processi di selezione.

⁹⁸ Grafico tratto dal Bilancio di Sostenibilità 2018, p. 38.

⁹⁹ Alla data del presente lavoro di tesi, il Gruppo possiede 14 società emittenti azioni quotate sulle Borse valori argentina, brasiliana, cilena, peruviana, russa, spagnola e statunitense. In tale contesto, le società a cui si fa riferimento sono Enel SpA (Italia), Endesa (Spagna), Enel Americas (Cile), Enel Chile (Cile).

¹⁰⁰ Il Messaggero, “Enel, confermata nel Dow Jones Sustainability World Index per il sedicesimo anno”, 16 settembre 2019.

Enel ha in piedi già da diversi anni una specifica struttura di *governance* che contribuisce al raggiungimento dell'obiettivo primario del Gruppo: creare valore sostenibile nel lungo periodo per tutti gli stakeholder.

Il modello di governo societario è il tradizionale, con la presenza di un C.d.A., di un collegio sindacale e di un'assemblea dei soci. Il sistema complessivo di *corporate governance* risulta essere conforme ai principi dettati dal Codice di Autodisciplina delle Società quotate aggiornato all'ultima versione del luglio 2018, ed inoltre ispirato alle *best practices* internazionali. Come affermato nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari approvata dal C.d.A. il 29 marzo 2019, il sistema di *corporate governance* realizzato è: <<*orientato all'obiettivo della creazione del valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo, nella consapevolezza della rilevanza sociale delle attività in cui il Gruppo è impegnato e della conseguente necessità di considerare adeguatamente, nel relativo svolgimento, tutti gli interessi coinvolti*>>¹⁰¹.

Per completezza di analisi, si procederà ora ad analizzare le pratiche adottate dalla società in materia di composizione del consiglio di amministrazione.

Esso risulta essere composto da nove membri, di cui un terzo donne (33%). Tale percentuale è in linea rispetto la normativa italiana in materia, legge n. 120/2011¹⁰², conosciuta anche come “la legge sulle quote rosa” o “Golfo-Mosca”, dal cognome delle due onorevoli che hanno sollevato la questione in Parlamento. Tale legge, al contrario di altre, ha una durata temporale ben definita, 10 anni, cioè fino al 2022. In base al raggiungimento o meno dell'obiettivo auspicato dalle onorevoli, la legge verrà lasciata “scadere” o sarà rinnovata. Attualmente le quote rosa all'interno dei C.d.A. delle società italiane quotate si attestano in media intorno al 36%, stante l'obbligatorietà della legge e la previsione di sanzioni per la sua violazione.

Ma, l'invito dalle istituzioni europee, in particolare quello di Viviane Reding, Commissario Europeo alla Giustizia, è di aumentare tale percentuale al 40% entro il 2020, come, ad esempio, attualmente è definito dal diritto societario francese. Si ricordi che tale percentuale è obbligatoria anche per il collegio sindacale, infatti quest'ultimo in Enel è composto da tre membri effettivi di cui una donna.

¹⁰¹ Enel, Relazione sul Governo Societario e gli Assetti Proprietari, 2018, p. 4.

¹⁰² La legge ha contribuito ad una riforma rosa del diritto societario imponendo l'obbligo per le società italiane quotate di riservare al genere meno rappresentato (nella maggioranza dei casi, la donna) una quota pari almeno ad un quinto all'interno del C.d.A. e del collegio sindacale (organi sociali). Questa percentuale valeva per gli organi sociali in scadenza dal 12 agosto 2012, visto che a partire dal secondo e terzo rinnovo la quota è aumentata fino ad un terzo.

Tra le *best practices* internazionali troviamo la raccomandazione di separare i ruoli di presidente e di *chief executive officer* (CEO) al fine di evitare la concentrazione di cariche in una sola persona. Soprattutto nel contesto aziendale italiano, tale circostanza è prioritaria al fine di rafforzare le qualità di imparzialità ed equilibrio che si richiedono al presidente del consiglio di amministrazione.

A tal proposito, il Codice di Autodisciplina raccomanda, ove questa separazione non sia possibile, l'istituzione della figura del *lead independent director*¹⁰³. Inoltre, vi è un ulteriore caso in cui il Codice raccomanda questa figura chiave: << *Il consiglio di amministrazione degli emittenti appartenenti all'indice FTSEMib designa un lead independent director se ciò è richiesto dalla maggioranza degli amministratori indipendenti, salvo diversa e motivata valutazione da parte del consiglio da rendere nota nell'ambito della relazione sul governo societario* >>.¹⁰⁴

Nel C.d.A. di Enel tale figura non è presente, come non risulta essere presente alcuna motivata valutazione sulla scelta di non aver individuato tale incarico nella relazione sul governo societario. Una risposta potrebbe risiedere nella composizione del consiglio stesso: 7 consiglieri su 7 sono amministratori non esecutivi aventi qualifica di indipendenza, ai sensi del Codice di Autodisciplina¹⁰⁵. Essendo il *lead independent director* una figura di raccordo tra amministratori indipendenti (non esecutivi) ed esecutivi e dato che non vi è un adeguato¹⁰⁶ equilibrio tra quest'ultimi, la Società ne ha ponderato la scelta. *In primis*, alla base di questa scelta riguardante la composizione del consiglio di amministrazione, vi è l'adozione di una politica sulla diversità a livello di consiglio e di misure volte a promuovere la parità di trattamento e opportunità tra i generi a livello di intera organizzazione aziendale.

¹⁰³ Come si evince dalla denominazione, il *lead independent director* è un amministratore indipendente designato dal C.d.A. avente due ruoli bene individuati dal Codice di Autodisciplina: “a) rappresenta un punto di riferimento e di coordinamento delle istanze e dei contributi degli amministratori non esecutivi e, in particolare, di quelli che sono indipendenti; b) collabora con il presidente del consiglio di amministrazione al fine di garantire che gli amministratori siano destinatari di flussi informativi completi e tempestivi”.

¹⁰⁴ Codice di Autodisciplina 2018, 2.C.3, p. 12.

¹⁰⁵ Il Codice non consente di attribuire la qualifica di indipendenza al presidente del C.d.A. in quanto considerato un “esponente di rilievo”. Se, invece prendessimo in considerazione l’art. 147-ter, comma 4, del T.U.F. il numero di componenti indipendenti del C.d.A. di Enel salirebbe ad 8 vista l’attribuzione della qualifica anche per la presidente. Tale norma valida per gli amministratori delle società è un espresso rimando ai requisiti di indipendenza previsti per i componenti del collegio sindacale (art. 148, comma 3 del T.U.F.).

¹⁰⁶ “Il numero e le competenze degli amministratori indipendenti sono adeguati in relazione alle dimensioni del consiglio e all’attività svolta dall’emittente; [...]”. Codice di Autodisciplina 2018, 3.C.3, p. 15.

Tale politica è stata approvata dal C.d.A. su proposta del Comitato per la *Corporate governance* e la Sostenibilità e del Comitato per le Nomine e le Remunerazioni, in attuazione anche di quanto dettato dal T.U.F., ed ha come oggetto la descrizione della composizione ottimale dello stesso per l'assolvimento delle sue funzioni nel modo più completo ed efficace.

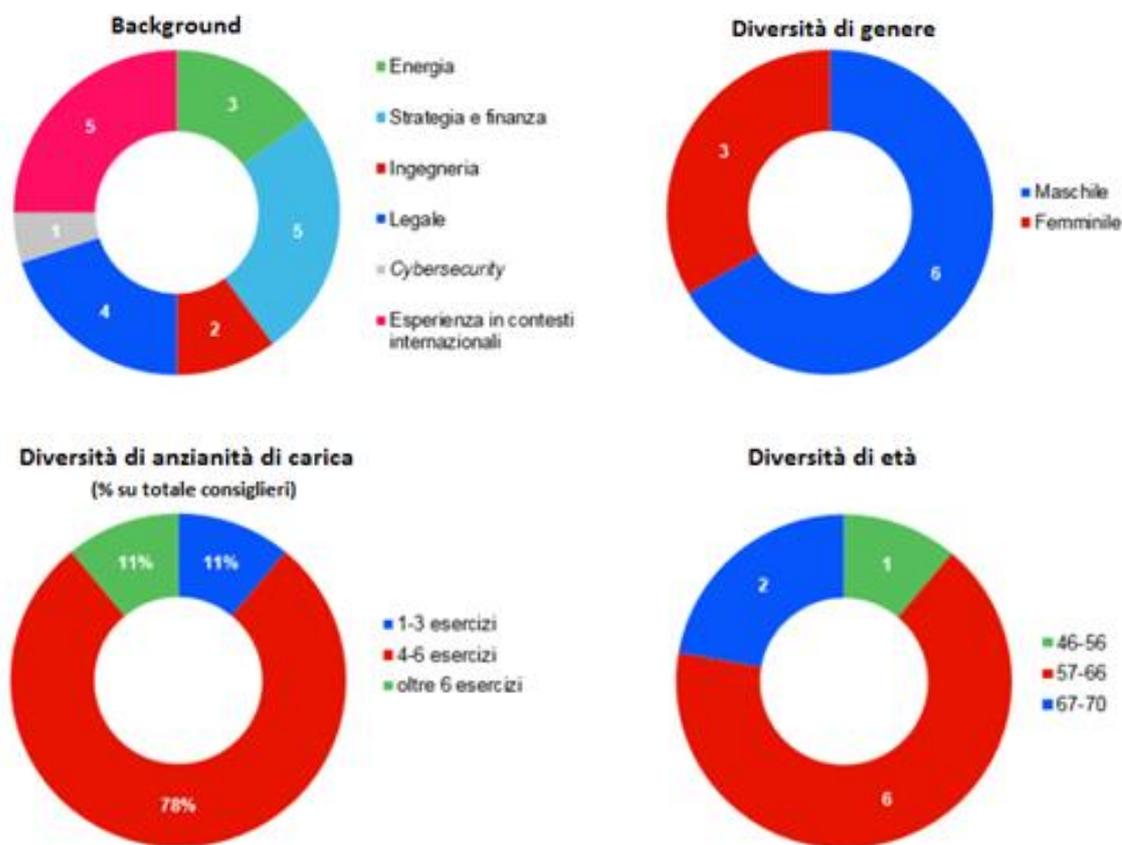
In particolare, la valorizzazione delle diversità rientra negli SDGs dell'ONU (SDG n. 10) come elemento fondante della sostenibilità di medio-lungo periodo dell'attività d'impresa, tanto per i dipendenti quanto per gli organi sociali.

Il contenuto della politica sulla diversità si suddivide principalmente nei seguenti cinque punti:

1. La maggioranza degli amministratori dovrebbe avere un ruolo non esecutivo ed essere in possesso della qualifica di indipendenza prevista dalle diverse normative;
2. Nel caso in cui la legge sulle quote rose non venisse rinnovata alla scadenza della sua validità temporale (esercizio d'impresa del 2022), la Società continuerebbe ad applicarla internamente, tenendo come capo saldo la *ratio legis* sulla promozione e parità di trattamento del genere meno rappresentato.
3. L'operatività del business della Società a livello internazionale dovrebbe trovare la sua espressione anche nel *background* accademico e professionale dei componenti del C.d.A.. Tale profilo richiesto è ritenuto rilevante per prevenire la standardizzazione delle opinioni e il fenomeno del c.d. "pensiero di gruppo". A tal proposito, la quota dei consiglieri aventi *background* internazionale dovrebbe essere uguale o maggiore ad un terzo.
4. Il perseguimento di un equilibrio tra continuità del rapporto professionale e rinnovamento nella gestione trova sua espressione nell'adeguata combinazione di anzianità di carica e fasce d'età dei componenti del C.d.A..
5. Il *background* manageriale, professionale, accademico e/o istituzionale dei consiglieri non esecutivi dovrebbe essere allo stesso tempo eterogeneo e complementare al fine di comprendere esperienze e competenze idonee per il completo svolgimento delle loro funzioni.

Di seguito si possono individuare quattro grafici illustrativi delle principali caratteristiche dei componenti del C.d.A.: *background* in alto a sinistra, diversità di anzianità di carica in basso a sinistra, diversità di genere in alto a destra e diversità di età in basso a destra.

GRAFICI N. 14 – 15 – 16 – 17 – “Statistica riassuntiva delle principali caratteristiche dei componenti del consiglio di amministrazione di Enel nel 2018”¹⁰⁷.



La finalità principale di tale politica sulla diversità è quella di orientare le candidature formulate dagli assetti proprietari in sede di rinnovo del C.d.A.. Inoltre, spetta al comitato per le nomine e le remunerazioni, tenuto conto di eventuali segnalazioni da parte degli azionisti, la proposta al C.d.A. di candidati risultanti idonei ai principi della politica.

Nel 2016 è stata creata una specifica unità all’interno della funzione delle risorse umane denominata “*People Care & Diversity Management*” con l’obiettivo di indirizzare e supervisionare le strategie del Gruppo anche in tale ambito.

Un ruolo specifico e peculiare in tema di sostenibilità viene svolto dai due seguenti comitati endoconsiliari¹⁰⁸.

¹⁰⁷Grafici tratti dalla relazione sul governo societario e gli assetti proprietari di Enel, esercizio 2018, p. 6.

¹⁰⁸ “I comitati consiliari non si sostituiscono al C.d.A. nell’assolvimento delle sue funzioni; sono piuttosto strutture del board che, in virtù della loro matrice indipendente, svolgono (attraverso analisi, raccomandazioni, proposte o pareri) compiti istruttori, consultivi e/o propositivi in relazione a materie rispetto alle quali è particolarmente avvertita l’esigenza di approfondimento, specializzazione e terzietà, allo scopo di permettere al consiglio stesso di decidere in modo più avveduto e imparziale.” Cfr. Chiappetta F., op. cit.

- 1) Al Comitato per la *Corporate governance* e la Sostenibilità, composto dalla presidente del C.d.A. e altri due consiglieri indipendenti, sono affidati i seguenti compiti:
 - a) vigilare sui temi sostenibili connessi all'esercizio dell'attività d'impresa e alle dinamiche di interazione di quest'ultima con tutti gli stakeholder;
 - b) esaminare le linee guida del Piano di Sostenibilità e le modalità di attuazione della politica di sostenibilità;
 - c) monitorare l'inclusione di Enel nei principali indici di sostenibilità;
 - d) esaminare l'impostazione generale del Bilancio di Sostenibilità e della DNF e l'articolazione dei relativi contenuti, nonché la completezza e la trasparenza dell'informativa fornita attraverso i medesimi documenti;
 - e) esaminare le principali regole e procedure aziendali che risultano avere rilevanza nei confronti degli stakeholder.
- 2) Al Comitato Controllo e Rischi, composto da quattro consiglieri indipendenti, due di minoranza e due di maggioranza, è affidato il seguente compito: esaminare i contenuti del Bilancio di Sostenibilità e della DNF rilevanti ai fini del Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi, nonché le principali regole e procedure aziendali connesse al Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi e che risultano avere rilevanza nei confronti degli stakeholder.

In linea con le *best practices* internazionali, verso la fine del 2018 e nei primi due mesi del 2019, il C.d.A. ha svolto una valutazione della dimensione, composizione e funzionamento dell'organo stesso e dei suoi comitati (nel gergo, "*board review*").

Per lo svolgimento di tale compito, il consiglio si è avvalso del supporto di una multinazionale specializzata in consulenza in tale ambito e non appartenente al *network* del Gruppo, quindi indipendente nel rapporto professionale. L'area di analisi e valutazione del *board* è stata ampliata sia dal punto di vista dimensionale con l'inclusione del collegio sindacale, che dal punto di vista metodologico con l'introduzione della "*peer-to-peer review*". Cioè, la valutazione del funzionamento non solo dell'organo in sé ma anche dell'apporto fornito da ciascun amministratore attraverso la partecipazione ad una *survey* sui seguenti nove *topic* specifici:

- I. Composizione del consiglio di amministrazione in termini quanti-qualitativi, come sopra descritti;
- II. Comprensione del ruolo e delle responsabilità del consiglio;

- III. Organizzazione e *modus operandi* delle riunioni consiliari, con una certa priorità riguardo la completezza e la tempestività dei flussi informativi, allo svolgimento del dibattito consiliare e ai processi decisionali adottati;
- IV. Il contributo apportato dai consiglieri in termine di forma e contenuto degli interventi;
- V. La frequenza, gli argomenti e l'utilità attribuita alle attività di *induction*¹⁰⁹;
- VI. Il ruolo svolto dal presidente e i rapporti che intercorrono tra i consiglieri, l'amministratore delegato e il *top management*;
- VII. La partecipazione del C.d.A. al processo di definizione delle strategie aziendali e la valutazione circa l'efficacia e l'efficienza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;
- VIII. La composizione e il *modus operandi* dei comitati endoconsiliari e l'efficacia del loro ausilio;
- IX. Il recepimento dei principi della sostenibilità nelle strategie e nel modello di business del Gruppo, in concomitanza con l'*effort* in materia da parte del consiglio di amministrazione.

Un altro strumento metodologico al servizio della *board review* è il *benchmarking* con le top società listate nazionali e internazionali del settore in merito alla trasparenza dei risultati sulla valutazione del board trasmessi al mercato (*disclosure*) e al funzionamento complessivo degli organi sociali. A tal proposito, l'esito della board review per l'anno 2018 è stato positivo sotto diverse chiavi di analisi: l'innovativo *mix* di *backgrounds* dei componenti del consiglio, il clima sereno che permette l'efficace interazione con il *top management*, il supporto della struttura "Affari Societari" che predispone la documentazione necessaria e tempestiva affinché gli amministratori possano partecipare al consiglio informati sui fatti gestori in modo completo e con l'adeguata specificità.

Ogni amministratore ha il potere di richiedere informazioni agli organi delegati e alle strutture realizzate per la diffusione dei flussi informativi visto che ha un dovere imprescindibile dalla natura del suo ruolo: l'agire informato. Tale obbligo deriva da una legge di importazione statunitense conosciuta come "*business judgement rule*", secondo cui: << *Quando gli amministratori hanno agito (assumendo dunque decisioni) dopo aver attentamente valutato, acquisito le necessarie informazioni e gli opportuni pareri e preso le cautele del caso, si presume che abbiano diligentemente agito* >>.¹¹⁰

¹⁰⁹ Con il termine *induction* ("induzione") si fa riferimento ai programmi finalizzati a trasmettere agli amministratori e a tutti i dipendenti, tramite un processo di "osmosi informativa ed esperienziale", un'adeguata conoscenza dei settori in cui opera il Gruppo, nonché delle dinamiche aziendali e della loro evoluzione, dell'andamento dei mercati e del quadro normativo di riferimento.

¹¹⁰ Cfr. Chiappetta F., op. cit.

Questo principio assume una certa connotazione nel caso in cui la valutazione riguardi una decisione gestionale “discrezionale”, come, e.g., scelte strategiche e/o operative, in cui è indispensabile l’analisi dei costi e dei benefici che dalla decisione stessa possono derivare.

Nella parte finale della *board review* viene generalmente lasciato spazio ai *feedback* dei consiglieri sulle aree di miglioramento delle attività svolte durante l’anno. Le attività che sono state proposte riguardano la possibilità di accrescere le competenze in materia di *digital transformation* attraverso dei programmi di *induction* andando ad includere le dinamiche dei mercati emergenti, come il contesto sudamericano, dove risiede poco più di un quinto dei ricavi di Enel. Inoltre, viene segnalata una maggiore condivisione dei temi esaminati dai comitati che generalmente non formano oggetto di successive riunioni del C.d.A.. Infatti, è utile sottolineare come taluni argomenti sembrerebbero di interesse per la maggioranza dei consiglieri indipendenti che, su richiesta, vorrebbero assistere alle riunioni dei comitati in cui non sono membri, su specifici punti dell’ordine del giorno.

Per quanto riguarda invece il modello organizzativo di Enel, esso è caratterizzato da una matrice Linee di Business / Paesi e Regioni, affiancata in ottica di supporto del business dalle Funzioni Globali di Servizio e Funzioni di Holding. Tra quest’ultime si trova la funzione *Innovability* (Innovazione e Sostenibilità) a cui spetta la gestione di tutte le attività in tema di sostenibilità:

- definizione del Piano di Sostenibilità e monitoraggio dell’avanzamento;
- predisposizione della reportistica, relazioni con gli organismi internazionali in materia e con gli indici e agenzie di *rating* ESG (coordinandosi con l’unità *Investor Relations*);
- gestione dei progetti CSV.

Sono presenti alcune unità di *Holding* responsabili delle diverse attività di Enel SpA e che svolgono un ruolo di indirizzo e coordinamento per le diverse unità di sostenibilità presenti nei diversi Paesi e linee di business. Ogni Paese o regione individua le aspettative dei propri stakeholder locali e definisce di conseguenza la strategia di sostenibilità, adattando le linee guida del Gruppo ai requisiti del contesto locale.

Come precedentemente affermato, le imprese aventi un *core business* prevalentemente sostenibile saranno anche caratterizzate da un modello di *governance ad hoc* che li permetterà di “ingaggiare” un’ampia gamma di stakeholder.

Questo è il caso di Enel che già da tempo intrattiene con gli investitori una conversazione basata su principi di correttezza e trasparenza, in conformità con le *best practices* internazionali e le norme in tema di *market abuse*. Sulla base di ciò, la Società ha adottato una serie di pratiche di coinvolgimento degli stakeholder (“*stakeholder engagement*”), istituendo apposite strutture aziendali come, ad esempio, l’unità “*Investor Relations*”.

Ad essa sono affidati i compiti più rilevanti per l’instaurazione di un dialogo attivo e proficuo per i destinatari stessi:

- la preparazione della documentazione da portare all’attenzione degli analisti finanziari durante gli incontri organizzati con il *top management* e l’aggiornamento del piano strategico nell’ambito del *Capital Markets Day*;
- la gestione dei rapporti con le agenzie di *rating*;
- la gestione coordinata con la funzione “*Innovability*” dei rapporti con gli *ESG analysts* e *investors*;
- la gestione dei rapporti con i *proxy advisors*¹¹¹ su specifiche tematiche di *corporate governance*, come, ad esempio, la recente attività che ha coinvolto gli investitori istituzionali della Società nella definizione ed integrazione della componente “sostenibilità” all’interno del piano di *Long-Term Incentive* (LTI) 2019 indirizzato al *top management*;
- lo sviluppo e l’aggiornamento della sezione “Investitori” sia nel sito della Società che nell’*app* per smartphone dedicata denominata “*Enel Investor Relations*”;

In ambito sostenibilità, sempre la stessa unità di *Investor Relations* organizza periodicamente degli incontri a tema specifico, denominati “*roadshow*”, dove il *top management* incontra gli investitori istituzionali di particolare rilevanza, come gli ESG, per illustrare il piano strategico e i dati economici-finanziari aggiornati. Questa tipologia di evento si rileva un’occasione importante per aprire un confronto diretto sui nuovi *trend* di mercato, dando così priorità all’ascolto degli investitori al fine di apportare innovazione al *business*.

Un ulteriore pratica di governo societario è l’adozione di un codice etico fondato sulla consapevolezza dei risvolti sociali e ambientali che scaturiscono dalle attività svolte dal Gruppo e da una buona reputazione costruita nel tempo con gli stakeholder.

¹¹¹ I *proxy advisors* sono società che prestano servizio di gestione del voto per gli investitori istituzionali al fine di rendere la partecipazione assembleare più attiva. Il legislatore ha messo a loro disposizione strumenti come la raccolta e la sollecitazione di deleghe.

I valori fondanti di tale relazione avente un orizzonte di lungo periodo sono la riduzione delle asimmetrie informative, il rispetto della *privacy*, la trasparenza, la correttezza, la valorizzazione delle risorse umane, la sostenibilità dell'investimento azionario, “*the last but not the least*” la salvaguardia dell'ambiente.

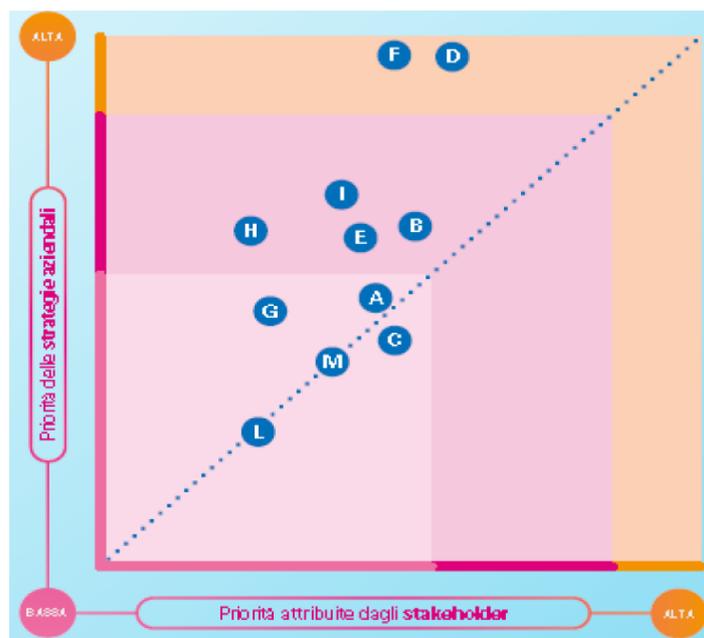
3.2 L'implementazione di un *business model* sostenibile: la *materiality analysis* e il *Creating Shared Value*

Nella lettera che il CEO del Gruppo Ing. Francesco Starace e la presidente del C.d.A. Dott.ssa Patrizia Grieco hanno stilato per gli stakeholder e contenuta nelle prime pagine del Bilancio di Sostenibilità 2018, si possono trovare le fondamenta del modello sostenibile implementato. Alla base vi è la promozione di << [...] *un sistema bilanciato e flessibile lungo l'intera catena del valore, partendo da un sempre maggiore sviluppo delle rinnovabili, combinato con un'espansione del vettore elettrico, e da prodotti e servizi ad alta efficienza energetica, che devono fare leva su nuove soluzioni digitali e sul potenziamento delle infrastrutture.*¹¹²>>

Il binomio fondamentale su cui si poggia il business del gruppo è il c.d. “*Open Power*”, ossia il concetto di apertura, disponibilità di energia allo stesso tempo pulita e competitiva. Portare energia alle popolazioni che non ne hanno la disponibilità significa aprire a nuove prospettive di vita, come l'istruzione, la sanità, la parità di genere e l'occupazione. Portare energia allo stesso tempo pulita significa favorire lo sviluppo rispettando, allo stesso tempo, l'ambiente e il territorio in cui il business opera. Portare energia pulita e competitiva significa implementare un modello di business unico in circolazione in grado di contemplare tutti gli aspetti della sostenibilità e creando valore condiviso a lungo termine (modello CSV – *Creating Shared Value*) per il Gruppo e tutti gli stakeholder. Sulla base degli *standards* del *Global reporting Initiative* (GRI 103), seguendo il cosiddetto *management approach*, esposto nel primo capitolo, la Società ha condotto l'analisi delle priorità (*materiality analysis*) con la finalità di identificare, valutare e classificare le tematiche di interesse degli stakeholder rispetto la strategia industriale e le linee d'azione del Gruppo. In base all'esito dell'analisi, vengono individuati gli obiettivi da includere nel piano strategico e se ne fornisce un livello più dettagliato nel piano di sostenibilità. Di seguito, sul lato sinistro, il grafico raffigurante la *materiality analysis* nel 2018 del Gruppo, sul lato destro e in basso al grafico, la leggenda degli obiettivi degli stakeholder divisi nei 3 temi principali ESG.

¹¹² Enel, Bilancio di Sostenibilità, 2018, lettera agli stakeholder.

GRAFICO N. 18 – “Matrice delle priorità 2018”¹¹³.



Temi di business e *governance*:

- A - Efficienza operativa
- B - Decarbonizzazione del mix energetico
- C - Centralità del cliente
- D – Nuove tecnologie, servizi e digitalizzazione
- E – *Governance* solida e condotta trasparente
- F – Creazione di valore economico-finanziario

Temi sociali:

- G – Coinvolgimento delle comunità locali
- H – Gestione, sviluppo e motivazione delle persone
- I – Salute e sicurezza sul lavoro
- L – Catena di fornitura sostenibile

Temi ambientali:

- B – Decarbonizzazione del mix energetico
- M – gestione e *compliance* ambientale

Dal grafico si evince che gli obiettivi aventi la priorità alta sono le lettere F e D, ossia principalmente i temi legati al business come la creazione di valore economico-finanziario, l’innovazione tecnologica e la digitalizzazione dei servizi.

¹¹³ Relazione sul Governo Societario e gli Assetti Proprietari, 2018, p. 11.

Nella fascia media delle priorità si trovano un *mix* perfetto di temi appartenenti alle tre variabili ESG: salute e sicurezza sul lavoro, *governance* e condotta trasparente e decarbonizzazione del *mix* energetico.

È interessante notare come quest'ultimo è un tema appartenente sia all'insieme di business e *governance* che in quello ambientale. Ciò sta a significare che la transizione delle risorse energetiche da esauribili e inquinanti a rinnovabili e pulite comporta un effetto positivo sia da un punto di vista ambientale che economico-finanziario. Il primo effetto è facilmente intuibile e alla portata di tutti già da tempo; il secondo, invece, è derivante da una correlazione implicita tra investimento in ambito ESG e performance finanziaria aziendale. Di tale relazione se ne parlerà in seguito.

Nella fascia di bassa priorità si collocano temi maggiormente l'efficienza operativa e relazionale come l'attenzione al cliente, alle comunità locali in cui il business opera, sino alla catena di fornitura sostenibile.

La maggior parte degli obiettivi individuati dalla *materiality analysis* come prioritari per gli stakeholder del gruppo coincidono con gli SDGs delle Nazioni Unite. Come già accennato nel secondo capitolo, i *Sustainable Development Goals* proposti nel 2015 dall'ONU sono un appello ai governi e alle *corporates* di tutto il mondo per promuovere azioni contro la povertà, la disuguaglianza, il cambiamento climatico affinché tutti i popoli godano di pace e prosperità entro il 2030. Di seguito la figura rappresentante i 17 SDGs dell'ONU, evidenziando quelli in cui il Gruppo è attualmente in prima linea.

FIGURA N. 5 – “SDGs – Enel perspective”¹¹⁴.



¹¹⁴ Elaborazione personale.

I quattro principali SDGs per cui il Gruppo ha assunto un impegno pubblico sono rappresentati nella seguente tabella con accanto il corrispettivo ammontare di *CapEx* investito per raggiungere una certa capacità di energia rinnovabile installata.

TABELLA N. 2 – “I quattro principali SDGs di Enel e il contributo finora apportato”¹¹⁵.

<p>7 AFFORDABLE AND CLEAN ENERGY</p> 	<p>Goal 7 l'accesso ad un'energia conveniente, affidabile, sostenibile e moderna per tutti</p>	<p>Capex rinnovabili 12€ mld</p> <p>Capacità aggiuntiva 11.6 GW</p>
<p>9 INDUSTRY INNOVATION AND INFRASTRUCTURE</p> 	<p>Goal 9 infrastrutture resilienti, industrializzazione sostenibile e innovazione</p>	<p>Infrastruttura di rete elettrica 11€ mld di cui: 47 mln contatori intelligenti 5,4€ mld di Digital Capex</p>
<p>11 SUSTAINABLE CITIES AND COMMUNITIES</p> 	<p>Goal 11 rendere le città e gli alloggi per persone inclusivi, sicuri, resilienti e sostenibili.</p>	<p>Capex per energy retail 2€bn tra cui: 9,9 GW di <i>demand response</i> 455mila punti di ricarica per la mobilità elettrica</p>
<p>13 CLIMATE ACTION</p> 	<p>Goal 13 adottare misure urgenti per combattere il cambiamento climatico e i suoi impatti</p>	<p>obiettivi di riduzione di CO₂ nel mix di produzione energetica: < 0.345 kg/kWheq nel 2021 < 0.230 kg/kWheq nel 2030</p>

Tali obiettivi principali guidano l'intero piano strategico del Gruppo al fine di catturare quante più opportunità possibili dalla transazione energetica, sfruttando, al contempo, un modello di business integrato su sei macro-aree. Di seguito la figura illustrativa.

FIGURA N. 6 – “Il modello integrato per una crescita low-carbon”¹¹⁶.



1. Decarbonizzazione del *mix* di produzione energetica di pari passo ad una fornitura di servizi di flessibilità in modo digitale e circolare.
2. Garantire una crescita della produzione di energia ad emissioni zero, progredendo verso una transizione più rapida.

¹¹⁵ Elaborazione personale.

¹¹⁶ Elaborazione personale.

3. Digitalizzazione delle infrastrutture, aumento della resilienza e attribuzione di un nuovo ruolo al sistema di distribuzione che consenta di realizzare modelli di business basati sull'analisi dei dati.
4. Promuovere la soddisfazione del cliente e la responsabilità sociale sul consumo energetico.
5. Consentire la transizione energetica attraverso l'innovazione del business basata su servizi digitali e piattaforme di sviluppo sostenibile.
6. Gestione del profilo di *risk-reward* del margine integrato del Gruppo.

Le parole chiave del modello sono sostenibilità ed innovazione ed in tale contesto Enel valorizza le sinergie tra le diverse aree di business e il mondo esterno, al fine di trovare soluzioni per ridurre l'impatto ambientale, soddisfare le esigenze delle comunità locali e migliorare la sicurezza dei dipendenti e dei fornitori. Solo grazie a tale modello, la Società è in grado di affrontare le nuove sfide della transizione energetica, gestendone e mitigandone i rischi al fine di cogliere tutte le opportunità, senza trascurare le implicazioni sociali e ambientali.

Enel si impegna costantemente a gestire e misurare la propria performance su tutti gli aspetti, considerando le tematiche economiche, di business ed ESG nella rendicontazione delle proprie attività e nella definizione degli obiettivi sottesi alla propria strategia.

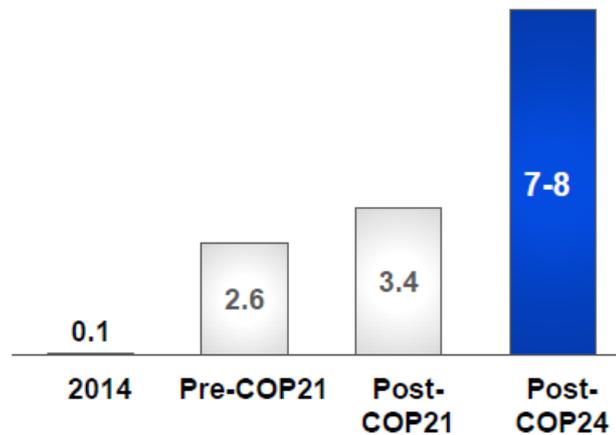
3.3 La finanza sostenibile al servizio del *business*: il primo *SDGs linked bond*

<<*Chi ha la casa fatta di vetro, non dovrebbe gettare pietre contro quella degli altri.*>>

Il vecchio proverbio del poeta gallese George Herbert ha una nuova chiave di lettura. Nella pericolosità climatica attuale dove i sistemi metereologici sembrano essere diventati più estremi, vivere come quotidianamente facciamo, sotto una grande serra atmosferica protettiva, richiede che ognuno di noi deve fare del suo meglio per non peggiorare l'inarrestabile avanzata del riscaldamento globale.

Gli investitori stanno mostrando i primi segnali positivi in tema di interesse per gli investimenti in società non sostenibili. Questo si potrebbe notare se si prendessero tutti gli impegni di disinvestimento nei combustibili fossili dopo gli incontri delle Nazioni Unite rispettivamente del settembre 2015 (COP21) e dicembre 2018 (COP24), come mostrato dal seguente grafico.

GRAFICO N. 19 – “Impegni di disinvestimento nei combustibili fossili, in trillioni di USD”.¹¹⁷



Quanto affermato pocanzi e dimostrato dal grafico è parte integrante dell’iniziativa “*Divest-Invest*” volta a promuovere il disinvestimento dalle fonti ritenute inquinanti, come i combustibili fossili (*divest*), e incentivare il finanziamento dell’economia “low-carbon” (*invest*). Tramite il primo meccanismo, le imprese si vedono costrette a cambiare approccio e strategia in tema ambientale, altrimenti subirebbero un forte impatto derivante dal disinvestimento nel loro capitale. Nel frattempo, i capitali svincolati possono essere impiegati per finanziare la transizione energetica e promuovere il settore delle energie rinnovabili. Enel è affidata ad una strategia basata sul raggiungimento degli obiettivi dell’Accordo di Parigi (COP21). Attraverso una pianificazione strategica e una gestione del rischio integrata con la sostenibilità e le opportunità legate al clima, il Gruppo sta creando valore sostenibile nel lungo periodo.

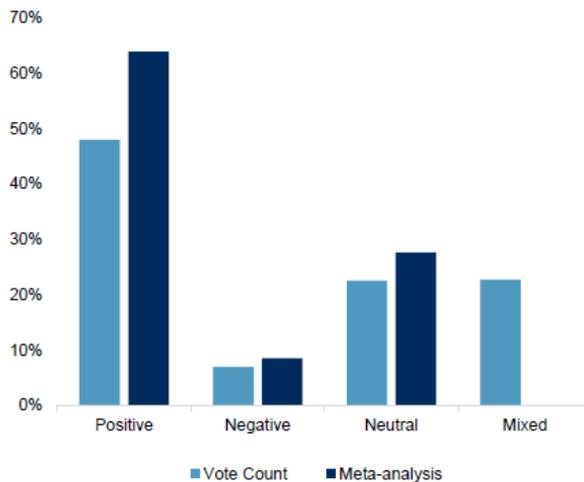
Dal punto di vista finanziario, oltre il 90% degli studi accademici¹¹⁸ dimostrano che il legame tra ESG e Corporate Financial Performance non è negativo, come mostrato nel seguente grafico. Una buona performance ESG può portare a risparmi sui costi¹¹⁹, generare opportunità di guadagno e ridurre il rischio di natura regolamentare.

¹¹⁷ Grafico tratto da IRENA (*International Renewable Energy Agency*), *Divest-Invest*.

¹¹⁸ Boston Consulting Group, “*Total Societal Impact, a new lens for strategy*”, October 2017.

¹¹⁹ Trinks, Arjan; Ibikunle, Gbenga; Mulder, Machiel; Scholtens, Bert. / *Greenhouse Gas Emissions Intensity and the Cost of Capital*. Groningen: University of Groningen, SOM research school, 2017.

GRAFICO N. 20 – “Relazione tra ESG e Corporate Financial Performance, evidenza empirica derivante da oltre 2000 studi primari”¹²⁰.



Un’evidenza in termini numerici di questa relazione si trova nella *performance* finanziaria del Gruppo negli ultimi quattro anni (2015-2018), ossia nell’aumento della redditività e nel raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione, digitalizzazione e servizio del cliente. Di seguito, alcuni dati finanziari relativi al periodo indicato:

- La differenza tra ROIC e WACC è passata da 120 bps a 250 bps;
- Il rapporto Utile netto / EBITDA ha raggiunto il 25% (vs il 19%);
- Il *Dividend per share* (DPS) ha raggiunto 0.28€ per azione (vs 0.16€ per azione);
- Il β (*beta*) delle azioni del Gruppo (misura la volatilità o il rischio sistematico di un singolo titolo rispetto al rischio di mercato) è diminuito di oltre il 45%, passando da 1.14 (dicembre 2014) allo 0.62 (agosto 2019).
- La capitalizzazione di mercato è attualmente circa pari a 65 miliardi di euro (vs 35 miliardi di euro nel 2019).

Sarà compito della strategia sostenibile e dell’aumento di scala della finanza sostenibile contribuire a migliorare il merito creditizio¹²¹ così da avere un’influenza positiva sul costo del debito, grazie alla ponderazione di un fattore sostenibilità nel profilo di rischio del Gruppo sia da parte degli investitori che dalle agenzie di *rating*.

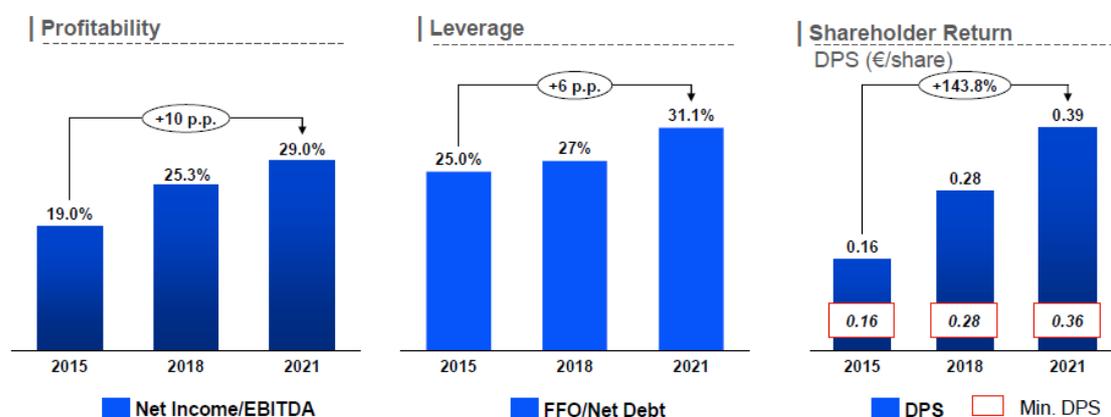
I nuovi obiettivi prefissati nel piano strategico di Enel 2019-2021 sono: ROIC – WACC a 400 bps, Utile netto / EBITDA al 29%, DPS a 0,39€ per azione.

¹²⁰ Grafico tratto da Friede, Busch, Bassen, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, 15 Dec 2015; UN Principles for Responsible Investment ESG Regulation Database.

¹²¹ Al 30 giugno 2019, la valutazione del profilo di rischio di Enel attribuita dalle agenzie di *rating* Moody’s e Standard & Poor’s è rimasta invariata ed è rispettivamente Baa2 con *outlook* stabile e BBB+ con *outlook* stabile. L’agenzia di *rating* Fitch ha aggiornato il *rating* da BBB+ ad A- sempre con *outlook* stabile. (Enel, Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2019).

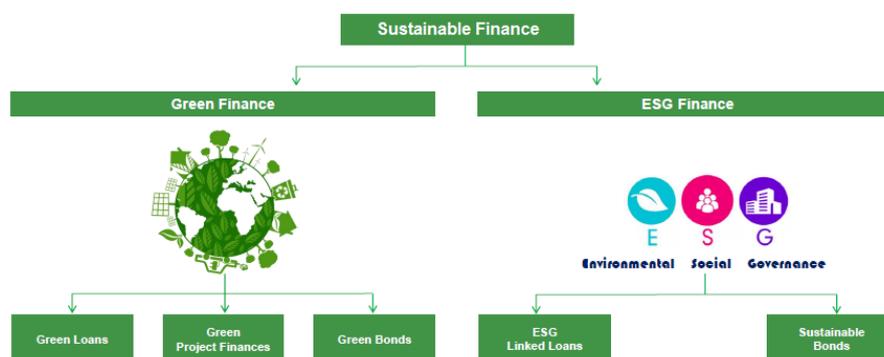
Di seguito tre grafici illustrativi dell'impatto che finora ha avuto la sostenibilità sui principali indicatori finanziari, insieme agli obiettivi prefissati nel piano strategico che terminerà nel 2021.

GRAFICI N. 21 – 22 – 23 – “How sustainability impacts financial indicators”¹²².



La “Green Finance Initiative” afferma che, a livello globale, entro il 2030 saranno necessari 90 trilioni di dollari per raggiungere gli SDGs¹²³. Lato impresa, per arrivare a tale cifra apparentemente insormontabile, viene richiesto dal mercato un cambiamento nel modo in cui vengono reperiti i finanziamenti per la promozione di attività aziendali responsabili dell’ambiente. La protagonista indiscussa di questo processo di transizione è la finanza sostenibile. La definizione che la Commissione Europea ne attribuisce è “the provision of finance to investments taking into account environmental, social and governance (ESG) considerations”. Essa contribuisce al finanziamento della transizione verso un’economia sostenibile, fornendo una soluzione interessante a questa sfida attuale, che coniuga le esigenze degli emittenti in materia di investimenti in strategie aziendali sostenibili con le aspettative degli investitori socialmente responsabili. È principalmente suddivisa in “Green Finance” ed “ESG Finance”, come rappresentato dal grafico seguente.

GRAFICO N. 24 – “La finanza sostenibile”¹²⁴.



¹²² Elaborazione personale.

¹²³ Green Finance Initiative, Facts & Figures. <http://greenfinanceinitiative.org/>

¹²⁴ Elaborazione personale.

Nel 2018, Enel è stata la prima *utility* a dotarsi di una struttura organizzativa dedicata alla finanza sostenibile, dove lavorano Finanza-Capital Markets, Investor Relations e *Innovability* grazie ad un approccio integrato e multifunzionale. Inoltre, visto il collocamento sul mercato europeo da parte della società finanziaria olandese del Gruppo, Enel Finance International NV, di tre *green bond* per un totale di 3,50 miliardi di euro (da gennaio 2017 a febbraio 2019), è stato costituito il comitato *ad hoc* per le emissioni e la gestione di tali strumenti.

Come sottolineato nel capitolo precedente e vista la potenzialità latente¹²⁵ del mercato dei prodotti finanziari in senso *green*, nel dicembre 2018 Enel insieme ad altre 15 *corporates* europee hanno istituito il “*Corporate Forum on Sustainable Finance*”.

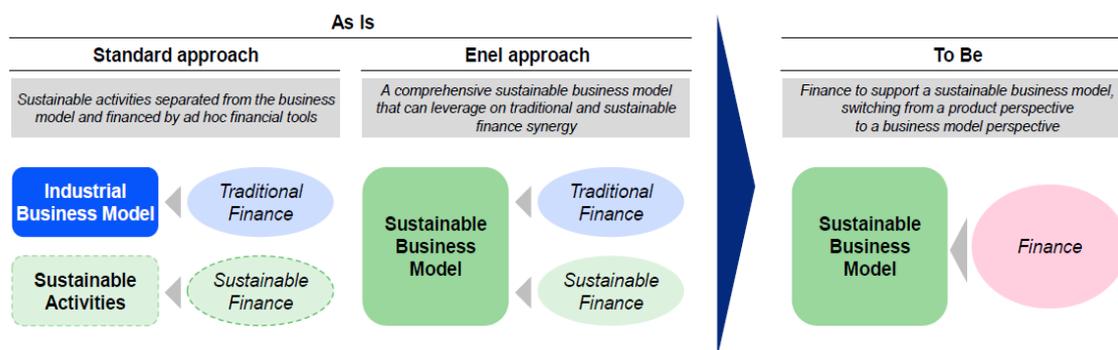
Tale iniziativa è volta ad allargare ancora di più la platea dei *players*, facilitando l’accelerazione e l’innovazione della finanza sostenibile attraverso un maggiore sviluppo del mercato di tali strumenti. Infatti, la Società è considerata un esempio virtuoso nell’emissione di tali strumenti tanto da rientrare a far parte come “*Member Issuer*” dei *Green bond Principles* (GBP) e *Social Bond Principles* (SBP) presso l’*International Capital Market Association* (ICMA), ed è, inoltre, *patron sponsor* della piattaforma del *Global Compact* delle Nazioni Unite, dedicata all’incubazione di strumenti finanziari innovativi per accelerare il raggiungimento degli SDGs (“*Financial Innovation for SDG*”).

In qualità di quest’ultimo ruolo, Enel ha suggerito che, per stimolare gli investimenti sostenibili, l’approccio al finanziamento degli SDGs deve essere spostato da una prospettiva di prodotto ad una di strategia e di modello di business. Questo perché se il modello di *business* è chiaramente sostenibile ed evidentemente riconoscibile dal mercato degli investitori, allora i prodotti di finanziamento convenzionali possono già essere considerati il modo migliore e più efficace per sviluppare il finanziamento degli SDGs.

Di seguito una figura rappresentante l’approccio rivolutivo di Enel con la finanza sostenibile, come attualmente è adesso (“*As Is*”) e come presto diventerà (“*To Be*”).

¹²⁵ Climate Bonds Initiative, “*Green bond Pricing Report for Q3-Q4 2018*”, 9th May 2019. I *key findings* del report sono: (i) EUR *green bonds* achieve larger book cover, and slightly lower spread compression than vanilla equivalents on average; (ii) USD *green bonds* achieve slightly lower book cover, and the same spread compression as vanilla equivalents on average; (iii) 7 days after pricing, *green bonds* had tightened more than vanilla benchmarks, consistent with prior observations; (iv) 28 days after pricing, *green bonds* had, on average, tightened by more than matched indices.

FIGURA N. 7 – “L’evoluzione dell’approccio di Enel con la finanza sostenibile”¹²⁶.



Attualmente, le società che intendono investire in un progetto *green* e/o in un programma di ricerca e sviluppo focalizzati sulle questioni climatiche si possono finanziare attraverso l’emissione di un *green bond* avente una destinazione specifica dei proventi (c.d. “*use of proceeds*”) che avrà a sua volta una rendicontazione annuale separata e certificata da un soggetto esterno. Molto spesso però, tali società non posseggono una strategia o un *business model* sostenibile, quindi ricorrono a tali strumenti per far partire il processo di conversione del loro business in “*low carbon*”, separandolo dal tradizionale e realizzando una struttura di supporto dedicata.

D’altro canto, nello stesso mercato sono presenti altri *players* che hanno fissato nel loro piano strategico obiettivi sostenibili concreti in termini quanti-qualitativi e che non tendono a separare le attività in sostenibili e non sostenibili, ma posseggono un modello integrato e dinamico tenendo in considerazione per ogni attività gli aspetti legati al mondo ESG. Questi due insiemi di soggetti, di fatto, hanno in comune la separazione tra finanza tradizionale, dedita all’operatività ordinaria del settore in cui operano, e finanza sostenibile, al servizio esclusivo del lancio di specifici progetti “*low-carbon*”.

Uno *step* evolutivo di questo approccio potrebbe essere l’integrazione della finanza tradizionale con quella sostenibile al fine di supportare l’intera strategia sostenibile, così spostando il *focus* dal singolo prodotto/progetto all’intero *business model*.

Una volta cambiato approccio possono nascere strumenti di finanziamento innovativi al servizio di tutta la strategia sostenibile della società, al patto però di rispettare nel tempo il *commitment* assunto con l’ambiente. Questo è il caso di Enel con il primo lancio al mondo del *SDGs linked bond*. Tale tipologia di obbligazione è un’evoluzione nel *green bond* visto che si passa da “*use of proceeds*” a “*general corporate purposes*”. Sostanzialmente, è un finanziamento legato (“*linked*”) alla performance di sostenibilità del prestatore, senza specifica destinazione dei ricavi.

¹²⁶ Elaborazione personale.

In questo modo si rileva un approccio duplice e complementare per scalare il mercato finanziario sostenibile e innescare il “premio di sostenibilità”. Pertanto, la sfida consisterà nel collegare la strategia di sostenibilità dell'emittente alle condizioni del debito generale d'impresa, incentivando il raggiungimento di predeterminati obiettivi di sostenibilità (*Key Performance Indicators, KPIs*). In particolare, l'*SDGs linked bond* emesso il 6 settembre 2019 da Enel Finance International NV e garantito da Enel S.p.A. sul mercato statunitense ed internazionale ha raccolto ordini per 4 miliardi di dollari, tre volte il capitale finale sottoscritto (1,5 miliardi di dollari)¹²⁷.

L'operazione è stata strutturata in un'unica tranche al tasso del 2,650% (*coupon rate*) con scadenza 10 settembre 2024. Il prezzo di emissione è stato fissato al 99,879% e il rendimento effettivo a scadenza è pari al 2,676%. Vi è stata una significativa partecipazione di *Socially Responsible Investors* ("SRI"), consentendo al Gruppo di continuare a diversificare la propria base di investitori. La forte domanda è un chiaro segnale di apprezzamento e fiducia dei mercati finanziari nella solidità della strategia sostenibile del Gruppo Enel e il conseguente impatto sui risultati economici e finanziari.

La prima particolarità di questo strumento, unico nel suo genere, è il cosiddetto “*step-up mechanism*”, ossia se il KPI promesso dall'emittente non sarà raggiunto entro il 31 dicembre 2021, lo stesso accetterà un aumento di 25 bps sulla cedola dell'obbligazione (*coupon rate*). Il KPI è la percentuale di capacità installata di produzione da fonti rinnovabili (su base consolidata) pari o superiore al 55% della capacità installata totale consolidata. Inoltre, al fine di garantire la trasparenza dei risultati, il raggiungimento di tale obiettivo (al 30 giugno 2019 il dato era già pari al 45,9%) sarà certificato da un'apposita relazione di affidabilità rilasciata dal revisore incaricato a tal fine.

La seconda particolarità, accanto all'emissione, è la realizzazione da parte di Enel del primo "*SDG Linked Cross Currency Swap*" al mondo. Caratteristica peculiare di questo strumento derivato attraverso il quale il Gruppo è coperto dal rischio di cambio dollaro-euro e di tasso di interesse, è l'impegno della banca con cui è stato sottoscritto a sostenere lo sviluppo del "*Positive Impact Finance*"¹²⁸ ("PIF") e l'ottenimento di uno sconto sul costo dell'operazione dovuto al fattore di sostenibilità, in linea con la struttura dell'obbligazione.

¹²⁷ Enel, “*Enel launches the world's first “general purpose SDG linked bond”, successfully placing a 1.5 billion U.S. dollar bond on the U.S. market*”, press release, 6th September 2019.

¹²⁸ “*Positive Impact Finance (“PIF”) serves to finance Positive Impact Business, contributing to one or more of the three pillars of sustainable development (economic, environmental and social), once any potential negative impacts to any of the pillars have been duly identified and mitigated. By virtue of this holistic appraisal of sustainability issues, Positive Impact Finance constitutes a direct response to the challenge of financing the Sustainable Development Goals (SDGs)*”, Cfr. unepfi.org.

In sintesi, questo nuovo tipo di approccio integrerà il modello dello "*use of proceeds*" dei *green, sustainable e social bonds* e consentirà di accogliere una gamma più diversificata di *contributors* agli investimenti sostenibili. Pertanto, produrrà effetti favorevoli come l'allargamento della scala della finanza sostenibile e fornirà agli investitori una comprensione dell'impatto dell'investimento nel contesto della strategia globale di un'azienda. La sfida di Enel sarà quella di coinvolgere la comunità finanziaria, al fine di invitare gli investitori a valutare i fattori ESG nella loro allocazione del capitale e le agenzie di *rating* a incorporare la sostenibilità nelle loro metodologie più olistiche per valutare lo *standing* creditizio, con il risultato, nel lungo termine, di un minor costo del capitale per le aziende più performanti.

Conclusioni

La progressiva tendenza alla sostenibilità, intesa come salvaguardia dell'ambiente, a favore del benessere sociale e delle buone pratiche di *governance* non può essere considerata un *trend* attuale o una mera teoria di marketing. Siamo di fronte ad una vera e propria “metamorfosi” culturale che coinvolge prima di tutti i giovani, grazie alla consapevolezza acquisita su questi temi, e poi ancor più gli investitori, influenzati nelle loro scelte d'investimento. Nelle *best practices* internazionali, tali tematiche mirano alla concezione dell'impresa come sistema finalizzato a creare valore sostenibile nel tempo, cioè in un'accezione di valore che comprende non solo la dimensione economico-finanziaria ma anche quella sociale, ambientale, di *governance* e, in generale, tutte quelle iniziative volte a migliorare la qualità di vita della popolazione.

Un'impresa che ha deciso di potenziarsi su tali dimensioni, non può fare a meno di diffondere il proprio valore reputazionale, dotandosi necessariamente di un'adeguata struttura di comunicazione attraverso cui rendicontare agli stakeholder di quanto e come l'implementazione della strategia aziendale abbia generato, o nel futuro sia in grado di generare, valore sostenibile. Tale rendicontazione dovrà fornire una visione olistica e tempestiva delle performance organizzative e della sostenibilità, una visione che riconosca la complessità del business moderno e comprenda indicatori finanziari e non finanziari. I protagonisti ai quali spetta l'implementazione di tale visione sono i dottori commercialisti, i revisori e, in via generale, l'universo dei professionisti che affiancano l'impresa. Nello svolgimento diligente del loro ruolo devono necessariamente salvaguardare l'interesse pubblico, richiedendo una rendicontazione più olistica, che vada oltre le tradizionali informazioni finanziarie storiche e prenda in considerazione il valore della rendicontazione sulla sostenibilità organizzativa a lungo termine, sui controlli interni necessari e sulle richieste di *assurance* connesse.

Una data evidenziata nell'agenda di imprenditori, manager e investitori e che ha segnato un punto di svolta per l'intero pianeta Terra è il 25 settembre 2015, data di pubblicazione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) delle Nazioni Unite, noti anche come Agenda 2030, che consiste in un elenco di 17 obiettivi e 169 traguardi specifici da raggiungere per cercare di vincere una serie di sfide che interessano lo sviluppo economico, ambientale e di uguaglianza sociale. Ma alla base di questa “metamorfosi culturale” non vi è solo un motivo etico o l'urgenza nell'invertire la rotta del cambiamento climatico. Fino a pochi anni fa, era diffusa l'opinione che riservare una parte del proprio portfolio ad investimenti socialmente responsabili portava anche alla rinuncia di una parte di rendimento.

Oggi questa tesi sembra ormai antiquata grazie all'evidenza empirica derivante da oltre 2000 studi accademici che dimostrano un legame non negativo tra ESG e *Corporate Financial Performance* (CFP). Le buone prestazioni in ambito ESG contribuiscono direttamente alla gestione della performance finanziaria di un'azienda e non solo. Una buona reputazione ESG attrae e consolida personale altamente qualificato rendendo più snelli gli "HR hiring process". Inoltre, la riduzione delle esternalità negative ambientali e una *security* aziendale sempre più efficiente finalizzata ad ambiziosi obiettivi di "People Care" abbassano notevolmente i costi operativi. Infine, le aziende che hanno un buon *rating* ESG attraggono clienti e investitori sensibili a tematiche di sostenibilità. Per queste ragioni, i risultati ESG si integrano con tutte le altre componenti strategiche di un'azienda visto che sono utilizzati per fissare le priorità delle iniziative, guidare operativamente le azioni, valutare le prestazioni dei dirigenti e stimolare la loro discussione in occasione delle riunioni di revisione della strategia.

Oggi, i fattori ESG risultano ormai permeati dal concetto di sviluppo sostenibile ed entrambi sono visti come opportunità per far raggiungere all'impresa un vantaggio competitivo. Eppure, per ottenerlo non è opportuno tenerli separati come attività accessorie o ausiliari a quella tradizionale, piuttosto è necessario che siano integrati nella strategia e nel *business model*. Questo implica che, per stimolare gli investimenti sostenibili per il raggiungimento degli SDGs, non ci si può accontentare di un approccio al finanziamento in ottica di prodotto bensì, di *business model*.

L'ipotesi fondamentale per applicare tale tipo di approccio è l'indiscutibilità e la riconoscibilità da parte del mercato degli investitori del modello di business sostenibile dell'impresa presa in esame. Questo è il caso del Gruppo Enel, diventato il *benchmark* nell'allocazione dei *green bond* e nell'*impact reporting* rispetto ai suoi *peers*, adottando un approccio altamente trasparente e globale. *Last but not least*, la finanza, sempre più in veste sostenibile, ha innovato gli strumenti di finanziamento convenzionali e gli stessi *green bond* per lanciare il primo *SDGs linked bond*. Una vera e propria scommessa per accelerare, nel modo migliore e più efficace, il raggiungimento di alcuni *targets* prefissati appartenenti ai SDGs, grazie anche al gradimento dello strumento da parte di una gamma più diversificata di investitori sostenibili. Sono proprio questi ultimi ad aver incrementato la loro partecipazione nel capitale sociale del 78% in soli quattro anni. Tale risultato è stato raggiunto grazie ad un costante monitoraggio sulla performance di sostenibilità da parte delle principali agenzie di *rating* e l'inclusione delle relative società quotate del Gruppo all'interno dei più importanti indici di sostenibilità. Nel 2019, Enel ed Endesa sono due delle otto aziende delle *utility* elettriche ammesse nel *Dow Jones Sustainability World Index* (DJSI World).

Per scalare la vetta è necessario avere l'attrezzatura e l'abbigliamento adatti, in tal senso metaforico, una struttura di *governance ad hoc* ed innovativa sta contribuendo al raggiungimento dell'obiettivo primario del Gruppo: creare valore sostenibile nel lungo periodo per tutti gli stakeholder. Un requisito corrente che si può rinvenire nel piano di incentivazione di lungo termine (*Long Term Incentive, LTI*) del *top management* è il contenimento delle emissioni di grammi di CO₂ per KWh equivalente prodotto nel triennio del Piano Strategico 2019-2021. Tra gli obiettivi di performance è stato attribuito un peso del 10% a tale fattore, raro da trovare nei sistemi di remunerazione delle società italiane del MTA. Inoltre, attraverso l'adozione delle migliori pratiche in materia di trasparenza e di *stakeholder engagement*, Enel ha determinato la significatività (*materiality*) delle richieste di ciascun stakeholder per determinare l'adeguato equilibrio nel soddisfare le aspettative di tutti. Il processo di innovazione in materia di *governance* non termina qui visto che, a livello comunitario, presto verranno rilasciate nuove linee guida sulla composizione del consiglio di amministrazione, in particolare sulla promozione del genere meno rappresentato. Grazie alle diverse strutture realizzate, Enel è in grado di affrontare le nuove sfide della transizione energetica, gestendone e mitigandone i rischi al fine di cogliere tutte le opportunità, senza trascurare le implicazioni sociali e ambientali. Non a caso, è la prima *utility* con una struttura organizzativa dedicata alla finanza sostenibile, dove lavorano congiuntamente Finanza, *Investor Relations* e *Innovability*.

Il prossimo *step* sarà quello di avviare un processo di osmosi tra finanza tradizionale e sostenibile al fine di sfruttare le sinergie ed avere un'unica funzione al servizio di un modello di business interamente sostenibile e dedita al finanziamento della transizione verso un'economia sostenibile.

La sfida di Enel sarà quella di coinvolgere la comunità finanziaria, al fine di invitare gli investitori a valutare i fattori ESG nella loro allocazione del capitale e le agenzie di *rating* a ponderare il fattore sostenibilità nel profilo di rischio al fine di attribuire un "*sustainability premium*" (premio di sostenibilità), attraverso un minor costo di capitale, alle imprese più performanti.

Bibliografia

Ackerman, Robert W. *The Social Challenge to Business*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1975, pp. 1, 15, 326.

Alchian, A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, 62.

Amy J. Hillman and Gerald D. Keim, “Shareholder Value, Stakeholder *Management*, and Social Issues: What's the Bottom Line?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 22, No. 2 (Feb. 2001), pp. 125-139.

Andy Favel, “*Do blue chips' green reports show their true colours?*” Independent, February 2006.

Archie B. Carroll, “Carroll’s pyramid of CSR: taking another look”, *International Journal of Corporate Social Responsibility* 2016, p. 5.

Aspen Institute, “Long-Term Value Creation: Guiding Principles for Corporations and Investors”, aprile 2009.

ASSIREVI, “*La relazione della società di revisione indipendente sulla dichiarazione non finanziaria ai sensi del D.lgs. 254/2016 e dell’art. 5 del Regolamento Consob adottato con delibera n. 20267 del gennaio 2018*”, documento di ricerca n. 226, febbraio 2019.

Bianchi S., “Assurance del Report integrato”, *Linee guida per l’audit secondo gli standard internazionali e italiani*, Edizioni Ca’ Foscari, 2017.

Blair, Margaret M. and Stout, Lynn A., A Team Production Theory of Corporate Law. *Virginia Law Review*, Vol. 85, No. 2, pp. 248-328, March 1999.

Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate social performance. *Academy of Management Review*, 4, 497–505.

Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral *management* of organizational stakeholder. *Business Horizons*, 34(4), 39–48.

Cheng B, Ioannou I, Serafeim G (2014) Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management J.* 35(1): 1–23.

Chiappetta F., “Diritto del governo societario”, *La corporate governance delle società quotate*, Wolters Kluwer, 2017.

- Choi J, Wang H (2009) Stakeholder relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management J.* 30(8):895–907.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*.
- Comitato per la *Corporate Governance*, Codice di Autodisciplina, luglio 2018.
- Crivellaro M., Vecchiato G., Scalco F., “*Sostenibilità e rischio greenwashing*”, Libreria universitaria, aprile 2012.
- Davis, K. (1975). Blomstrom. *Business and society: environment and responsibility* (3rd Ed.). New York: McGraw-Hill Book Company.
- Di Giandomenico M. E., “Il bilancio sociale e il modulo aziendale etico”, Giuffrè, 2008, p. 151.
- Direttiva 2014/95/UE del 22 ottobre 2014 recepita in Italia con il d.lgs. 254/2016.
- Donham, Wallace B. “The Social Significance of Business,” *Harvard Business Review*, v.5, is. 4, 1927: 406–419, p. 406.
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st century Business*. Oxford: Capstone.
- EVAN, W. M. and FREEMAN, R. E. (1993). “A Stakeholder Theory of Modern Corporation: Kantian Capitalism”. In Beauchamp and Bowie, *Ethical Theory and Business*, Prentice Hall.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.
- Friede, Busch, Bassen, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, 15 Dec 2015; UN Principles for Responsible Investment ESG Regulation Database.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and freedom*. Chicago: University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1970, Sept. 13, 1970). The social responsibility of business Is to increase its profits. *N.Y. Times, Section 6*, pp. 30, 126-127.
- Husted W. Bryan, Allen B. David, “*Strategic Corporate Social Responsibility and Value Creation among Large Firms*”, *Lessons from the Spanish Experience*, Elsevier, 2007, p. 13.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3).

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: *managerial* behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Laverty KJ (1996) Economic “short-termism”: The debate, the unresolved issues, and the implications for *management* practice and research. *Acad. Management Rev.* 21(3):825–860.
- Levitt, T. (1958). The dangers of social responsibility (pp. 41–50). Harvard business review.
- Margolis, Joshua D., Elfenbein, Hillary Anger, and Walsh, James P. “Does It Pay to Be Good... And Does It Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance,” March 2009, working paper, Harvard Business School.
- Martin, Roger L. “The Virtue Matrix,” Harvard Business Review, v. 80, is. 3, 2002: 68–75, p. 71.
- Merton, R. K. (1976). The ambivalence of organizational leaders. In *Sociological Ambivalence and Other Essays* (pp. 73-89). New York: Free Press.
- Mihalache, S.S. (2011). Csr - A Marketing Tool? *Annals of Spiru Haret University, Economic Series, Universitatea Spiru Haret*, 2 (1), pp. 159-164.
- Porter, Michael E. *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*. New York: Free Press, 1985. pp. xvi; 20.
- Porter, Michael E., and Kramer, Mark R. “Strategy and Society,” Harvard Business Review, v. 84, is. 12, 2006: 78–99, p. 83.
- Rajendra K. Srivastava and Allan D. Shocker, “*Brand Equity: A Perspective on its Meaning and Measurement*”, 1991, pp. 91-124.
- Roger L. Martin Dean, “Corporate Citizenship: What’s a CEO to do?” Draft Paper for: Aspen TIP Conference January 13-15, 2005 Monterrey, Mexico, Rotman School of Management University of Toronto, December 21, 2004, p. 16.
- Smith, A. (1776). *The wealth of nations* (5th ed.). New York: Bantam Dell.
- Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), (D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).
- Trinks, Arjan; Ibikunle, Gbenga; Mulder, Machiel; Scholtens, Bert. / *Greenhouse Gas Emissions Intensity and the Cost of Capital*. Groningen: University of Groningen, SOM research school, 2017.

Turney, Chris S. M.; McGregor, Helen V.; Francus, Pierre; Abram, Nerilie; Evans, Michael N.; Goosse, Hugues; von Gunten, Lucien; Kaufman, Darrell; Linderholm, Hans; Loutre, Marie-France; Neukom, Raphael (2019). *Introduction to the special issue "Climate of the past 2000 years: regional and trans-regional syntheses"*. *Climate of the past*, 15(2), pp. 611-615. Copernicus Publications.

Wheeler, D., & Sillanpää, M. (1997). *The stakeholder corporation: A blueprint for maximizing shareholder value*. London: Pittman Publishing

Wigglesworth R., "Value of negative yielding debt hits record \$12.5tn", *Financial Times*, June 2019.

Sitografia

BlackRock, "What is fixed income investing?" (<https://www.blackrock.com/us/individual/education/fixed-income>)

Boston Consulting Group, "Total Societal Impact, a new lens for strategy", October 2017. (<https://media-publications.bcg.com/BCG-Total-Societal-Impact-Oct-2017.pdf>)

Climate Bonds Initiative, "Green bond Pricing Report for Q3-Q4 2018", 9th May 2019. (<https://www.climatebonds.net/2019/05/climate-bonds-releases-latest-green-bond-pricing-report-q3-q4-2018>)

Commissione Europea, Comunicazione della Commissione, "Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario", *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea*, 2017, C 217. ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)&from=EN))

CONSOB, Methodos in collaboration with Nedcommunity, "Non-financial information as a driver of transformation, evidence from Italy", 2018. (<http://www.consob.it/documents/46180/46181/Sost2018.pdf/c87d3f84-2b68-45e9-a389-5b21f8cfef7f>)

Deloitte, SDA Bocconi School of *Management*, "Osservatorio Nazionale sulla Rendicontazione non Finanziaria ex D.lgs. 254/2016", 1. report, ottobre 2018, p. 32. (https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/audit/Osservatorio%20DNF_I%20Report_Ottobre%202018_Deloitte%20Italia.pdf)

Enel, Bilancio di Sostenibilità, 2018, lettera agli stakeholder.

(https://www.enel.com/content/dam/enel-com/governance_pdf/reports/bilanci-annuali/2018/bilancio-di-sostenibilita-2018.pdf)

Enel, Piano Strategico 2019-2021.

(http://strategy2018.enel.com/files/2018/Strategic_Plan_2019-21.pdf)

Enel, Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2019.

(https://www.enel.com/content/dam/enel-com/governance_pdf/reports/bilanci-intrannuali/2019/relazione-finanziaria-semestrale_30giugno2019.pdf)

Enel, Relazione sul Governo Societario e gli Assetti Proprietari, 2018.

(<https://www.enel.com/content/dam/enel-com/investors/AssembleaAzionisti/2019/documenti-e-relazioni/relazione-corporate-governance-2018.pdf>)

Enel, “*Enel launches the world’s first “general purpose SDG linked bond”, successfully placing a 1.5 billion U.S. dollar bond on the U.S. market*”, press release, 6th September 2019. ([https://www.enel.com/content/dam/enel-common/press/en/2019-September/SDG%20bond%20ENG%20\(003\).pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-common/press/en/2019-September/SDG%20bond%20ENG%20(003).pdf))

EU Technical expert group on sustainable finance, “*Taxonomy technical report*”, June 2019. (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-taxonomy_en.pdf)

European Commission, “*Action Plan: Financing Sustainable Growth*”, March 2018, p. 7.

(<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/EN/COM-2018-97-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>)

Flood Chris, “*Fund group takes aim at ESG abuse*”, The authority on global fund management, Financial Times, 29th April 2019.

(<https://www.ft.com/content/195232e7-07b7-36e3-a768-b8c63b6cc3fc>)

GRI Standards Glossary 2018, p.19.

(<https://www.globalreporting.org/standards/media/1913/gri-standards-glossary.pdf>)

Green Finance Initiative, Facts & Figures. (<http://greenfinanceinitiative.org/>)

IFAC, *Strategic Plan 2019-2020*, novembre 2018.

(<https://www.ifac.org/system/files/publications/files/IFAC-Strategic-Plan-2019-2020.pdf>)

Il Messaggero, “*Enel, confermata nel Dow Jones Sustainability World Index per il sedicesimo anno*”, 16 settembre 2019.

(https://www.ilmessaggero.it/economia/news/enel_confermata_per_il_sedicesimo_anno_nel_dow_jones_sustainability_world_index-4737854.html)

Kell G., “*The remarkable rise of ESG*”, Forbes, 11th July 2018.

(<https://www.forbes.com/sites/georgkell/2018/07/11/the-remarkable-rise-of-esg/>)

Monti M., “*Il fenomeno green bond: crescita del 120% sul 2018*”, Il Sole24Ore, 23 luglio 2019. (<https://www.ilsole24ore.com/art/il-fenomeno-green-bond-crescita-120percento-2018-ACqpBP>)

Mother Jones, Exposes + Real life politics, enclosed “Toxic Ten”, Jan-Feb edition, 1993, p. 42.

Serafini L., “*Enel seconda utility al mondo per capitalizzazione*”, Il Sole24Ore, 21 maggio 2019. (<https://www.ilsole24ore.com/art/enel-seconda-utility-mondo-capitalizzazione-ACNZCRG>)

The Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), “*Global Warming of 1.5 .C*”, October 2018. (https://www.who.int/globalchange/181008_the_1_5_healthreport.pdf)

UN PRI, “*I principi per l’investimento responsabile*”, 2019, p.4. (<https://www.unpri.org/download?ac=6299>)

United Nations Environment Programme – Finance Initiative (UNEP FI) (<https://www.unepfi.org/>).

Dipartimento di Impresa e *Management*

Cattedra di *Corporate Governance e Internal Auditing*

Le misure di *corporate governance* all'interno
della strategia sostenibile dell'impresa: il caso
Enel

Abstract

Gent.ma Prof.ssa Francesca Di Donato

RELATORE

Gent.mo Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CORRELATORE

Gianmaria Casilli (Matr. 693301)

CANDIDATO

Anno Accademico 2018/2019

Introduzione

Nell'ultimo ventennio un considerevole numero di imprese ha introdotto, nei loro modelli di business e processi organizzativi, cioè nella loro strategia, questioni sociali e ambientali attraverso la redazione di specifiche *policies* aziendali. Nello stesso periodo, se prendessimo in considerazione tutte le società che si sono occupate di responsabilità sociale d'impresa (RSI o meglio conosciuta con il termine inglese di *Corporate Social Responsibility*, *CSR*) in modo ausiliare al loro *core* business, il campione crescerebbe notevolmente. In una certa misura, le aziende stanno assumendo una connotazione "antropomorfa" nella società, essendo considerate come un qualsiasi altro buon cittadino che agisce nell'interesse del benessere comune.

L'integrazione di tali questioni sociali e ambientali nella strategia di un'azienda solleva una serie di domande fondamentali per gli studiosi di *governance*. Ci sono organizzazioni che competono concentrandosi sulla sostenibilità? Il governo societario di questo tipo di società differisce da quella di altre società e, in caso affermativo, in che modo? In queste società esiste un differente processo di *engagement* degli stakeholder e di decisione sull'orizzonte d'investimento? In cosa differiscono i modelli di misurazione delle performance e i relativi *reporting*? Quali sono gli effetti sulla performance finanziaria derivante dall'integrazione dei temi ambientali e sociali nell'organizzazione aziendale?

I cambiamenti climatici, le limitazioni della disponibilità di acqua in varie forme, la diminuzione delle risorse naturali di vario genere, la necessità di fornire posti di lavoro economicamente sostenibili e significativi per miliardi di persone, l'importanza di sfruttare al meglio il capitale umano in un'economia della conoscenza, il rischio operativo e reputazionale che le più grandi aziende mondiali devono affrontare in una società *multistakeholder* dipendono dall'obiettivo sfuggente di fornire un governo societario adeguato alle società in cui gli azionisti e tutti gli altri soggetti interessati ne fanno parte. Questo significa che un'eccessiva attenzione ai risultati finanziari a breve termine deve essere sostituita da una visione più a lungo termine che riconosca il fatto che un'impresa sostenibile dipende dal suo contributo in una società altrettanto sostenibile. I rischi e le opportunità legate al clima possono avere implicazioni finanziarie significative per le singole imprese e possono quindi influire sulla redditività e sul funzionamento del governo societario.

Il presente lavoro di tesi è finalizzato a comprendere la relazione che vi è tra le caratteristiche essenziali della *corporate governance* e la sua derivazione in *Corporate Social Responsibility* (*CSR*) e l'impatto che quest'ultima ha sulla performance finanziaria, sulla strategia e sull'intera struttura aziendale.

1. Dalla nascita all'evoluzione della Corporate Social Responsibility

La tendenza a favore della Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) o dall'inglese *Corporate Social Responsibility (CSR)* ha rafforzato la sua posizione nel corso degli anni, diventando uno dei punti di riferimento dei dibattiti accademici e di interesse pubblico. Il concetto di CSR non è recente; in merito alla responsabilità sociale, Howard Bowen (conosciuto come "*the father of Corporate Responsibility*") nel 1953, asseriva che: "*si riferisce agli obblighi degli imprenditori di perseguire tali politiche, di prendere tali decisioni o di seguire le linee d'azione auspicabili in termini di obiettivi e valori della nostra società*". L'economista faceva espresso riferimento alla prassi di quel tempo nell'aver scarsa considerazione delle conseguenze sociali che potevano scaturire dalle scelte degli imprenditori. Ma lui non era del tutto il pioniere, altre discussioni erano apparse nel 1927 in un articolo pubblicato dall'*Harvard Business Review* a cura di Wallace B. Donham, "*The Social Significance of Business*". Già allora vi erano preoccupazioni in merito: << [...] a meno che un maggior numero dei nostri dirigenti aziendali non impari ad esercitare i loro poteri e responsabilità con un senso di responsabilità decisamente maggiore verso altri gruppi della comunità, la nostra civiltà può benissimo dirigersi verso uno dei suoi periodi di declino". Donham non utilizzò il termine stakeholder visto che apparve più tardi, ma ne faceva espresso menzione in "altri gruppi della comunità".

Negli anni '80, i ricercatori stavano cercando di trovare un collegamento tra CSR e redditività; Bowen aveva notato che la sensibilità sociale poteva essere costosa, almeno nel breve termine. Invece, J. D. Margolis, H. A. Elfenbein e J. P. Walsh esaminarono grazie ad una meta-analisi il rapporto tra *corporate social performance (CSP)* and *corporate financial performance (CFP)*, concludendo che "*la preponderanza delle prove indica un rapporto leggermente positivo*" e che la "*CSP non sembra penalizzare finanziariamente le aziende né compromettere le loro funzioni economiche*". Inoltre, essi dimostrarono che "*fare male, se scoperto, ha un effetto più marcato sui risultati finanziari che fare del bene*" (gestione del c.d. "*down-side risk*"). I risultati di questa ricerca empirica sono stati successivamente confermati da un'indagine di McKinsey nel dicembre 2008, secondo la quale "*due terzi dei CFO e tre quarti dei professionisti degli investimenti concordano sul fatto che le attività ambientali, sociali e di governance creano valore per i loro azionisti in tempi economici normali*".

La letteratura sulla CSR crebbe notevolmente nei decenni successivi, introducendo concetti simili come l'etica aziendale, la cittadinanza d'impresa e la *Stakeholder Theory*.

Ad oggi, lo scopo della *corporation* moderna. È al centro di un acceso dibattito, alla base vi sono due principali teorie contrastanti: la *Shareholder Value Theory* e la *Stakeholder Theory*. La prima definisce lo scopo sociale come la massimizzazione dei rendimenti finanziari per gli azionisti. Infatti, come afferma il suo sostenitore M. Friedman, i tre presupposti fondamentali che danno supporto all'azionista dell'impresa sono: (i) i costi umani, sociali e ambientali del fare impresa che dovrebbero essere internalizzati solo nella misura richiesta dalla legge, tutti gli altri costi dovrebbero essere invece esternalizzati; (ii) l'interesse personale è il primo motivatore umano e come tale, le persone e le organizzazioni dovrebbero agire razionalmente nel proprio interesse personale per massimizzare l'efficienza e il valore per la società; (iii) l'azienda è fondamentalmente un *nexus of contracts*, con la priorità verso quei contratti che hanno il maggiore impatto sulla sua redditività. Fu Archie B. Carroll a spingersi al di là di Friedman, nonostante entrambi consideravano l'aspetto economico dell'impresa come beneficio primario della società, egli sviluppò un quadro di riferimento (si veda grafico di seguito) per legittimare considerazioni etiche e filantropiche nelle azioni del *management*.

Grafico n. 1 – “Carroll’s pyramid of CSR”



Dall'ordine piramidale si evincono quali effettivamente sono le responsabilità presenti in un'azienda e richieste dalla società. Nello specifico, al primo livello, la CSR si fonda sul requisito di un business economicamente sano e sostenibile, in grado di soddisfare le aspettative che la società ha nei confronti delle imprese. Allo stesso tempo, l'azienda e i suoi stakeholder sono interconnessi: la società ha dei valori codificati in leggi e linee guida che l'azienda deve seguire per poter operare. La misura e il modo in cui lo fa, rafforzano questi valori a vantaggio della società.

Infine, ci si aspetta che il business sia “*a good corporate citizen*”, cioè che contribuisca finanziariamente, fisicamente e umanamente alle comunità di cui ne fa parte. La teoria che sta assumendo un ruolo sempre più centrale nella storia dell'impresa nella società è la *Stakeholder Value Theory*.

Il fautore di tale teoria, il filosofo statunitense R. Edward Freeman, afferma che i *manager* hanno l'obbligo morale di considerare e bilanciare adeguatamente gli interessi di tutti gli stakeholder: “*Stakeholder theory of the firm must redefine the purpose of the firm...to serve as a vehicle for coordinating stakeholder interests*”.

Le responsabilità del consiglio di amministrazione e il sistema di remunerazione riservato all'alta direzione sono due attributi fondamentali del sistema di governo societario. Il consiglio di amministrazione svolge un ruolo di monitoraggio e consulenza e assicura che il *management* prenda le decisioni in modo coerente con l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti *long-term-oriented*. Un notevole contributo a tale visione viene dato dai *Principles* pubblicati nel 2009 dall'*Aspen Institute*, i quali si basano su tre fattori preponderanti per la creazione di valore sostenibile: *metrics, communications and compensation*. Tali principi obiettano una gestione di breve periodo che, se pure capace di migliorare temporaneamente l'andamento del titolo azionario andando così ad accrescere il valore di mercato dell'*equity*, limita l'implementazione dei progetti economico-finanziari e la consolidazione delle fondamenta dell'impresa, ostacolando un utilizzo efficiente delle risorse. D'altra parte, l'adozione di una *policy* gestionale di lungo periodo non è sinonimo di rigidità delle pianificazioni: oggi il mondo manageriale è contraddistinto da una rapida ed imprevedibile evoluzione dei fenomeni economici, come anche degli orizzonti tecnologici, caratterizzato da un'imprescindibile flessibilità strategica. In tale visione, le scelte manageriali hanno come fattore comune l'avvedutezza e la lungimiranza nella capacità di reagire in tempo al mutare dei contesti di riferimento, se necessario riformulando modelli di business e reinterpretando la stessa identità aziendale.

Diviene allora fondamentale che il *management* fissi obiettivi SMART (specifici, misurabili, accessibili, realistici, temporali) per il mercato, il quale è tenuto a valutarne l'efficacia e a monitorarne il raggiungimento sulla base di informazioni tempestive, complete e imparziali. Pertanto, l'approccio che il *management* dovrebbe seguire è “misurare per misurarsi” cioè verificare la performance aziendale conseguita e autovalutarsi rispetto agli obiettivi prefissati e l'ambiente competitivo circostante. Altresì, alla base dei *Principles* vi è la raccomandazione ad allineare i sistemi di retribuzione o di incentivo degli *executives*, che siano basati sul riferimento alla performance aziendale, alla creazione di valore nel lungo periodo. A tal proposito, un requisito innovativo ed attuale che si può rinvenire nel piano di incentivazione di lungo termine (*Long Term Incentive*, LTI) delle principali società quotate italiane, come *case study* del presente lavoro di tesi Enel, è il contenimento delle emissioni di grammi di CO₂ per KWh equivalente prodotto in un determinato periodo futuro.

Tra gli obiettivi di performance è stato attribuito un peso del 10% alla riduzione delle emissioni legate alla produzione degli impianti in linea con il piano strategico del gruppo Enel permeato dalle tematiche ESG (*Environmental, Social and Governance*). Nelle *best practices* internazionali, tali tematiche mirano alla concezione dell'impresa come sistema finalizzato a creare valore sostenibile, cioè in un'accezione di valore che comprende non solo la dimensione economica ma anche tutte quelle istanze riconducibili ai valori sociali, ambientali e di *governance*. In base a tale orientamento, la società è incaricata a fissare *targets* di crescita su più dimensioni, non soffermandosi soltanto sulle aspettative economico-finanziarie degli investitori, ma anche su quelle connesse al miglioramento della qualità di vita della popolazione. D'altra parte, un'impresa che mira a potenziarsi sul piano etico e sociale e attenta ad accrescere il proprio valore reputazionale, deve necessariamente dotarsi di un adeguato sistema di comunicazione attraverso cui rendicontare agli stakeholder di quanto e come l'implementazione delle strategie aziendali abbia generato, o nel futuro sia in grado di generare, valore sostenibile. Da qui nasce l'obbligo per le società quotate, le banche, le assicurazioni e per taluni gruppi di grandi dimensioni qualificabili come "enti di interesse pubblico", la redazione del bilancio di sostenibilità (o bilancio sociale), redatto secondo *standards* internazionali sia volontari che obbligatori. Alla principale direttiva europea si vede affiancato il regolamento Consob del 2018 che regola le modalità di pubblicazione, verifica e vigilanza delle c.d. "dichiarazioni di carattere non finanziario" (DNF). Inoltre, la normativa italiana ha previsto la possibilità di redazione di suddette dichiarazioni su base volontaria per tutti i soggetti diversi dagli enti di interesse pubblico che abbiano un interesse a farlo. Tali dichiarazioni dovranno obbligatoriamente essere pubblicate e verranno successivamente assoggettate a controllo dall'Autorità di Vigilanza.

2. L'impatto della CSR sulla corporate governance

L'impresa e la società dipendono l'una dall'altra; proprio come gli stakeholder sono influenzati da un'azienda, l'azienda è influenzata dai suoi stakeholder in quanto la sua "*license to operate*" è rilasciata dalla società che circonda il business. Come hanno affermato Michael E. Porter e Mark R. Kramer in un *paper* pubblicato dall'Harvard Business Review nel 2006, <<*le aziende di successo hanno bisogno di una società sana e, allo stesso tempo, una società sana ha bisogno di aziende di successo*>>.

Ciò richiederà scelte difficili, poiché non tutte le azioni che contribuiscono alla società andranno necessariamente a vantaggio degli azionisti, almeno nel breve termine.

Così come il concetto di sviluppo sostenibile è diventato un aspetto centrale del concetto di CSR, entrambi sono ora visti come opportunità per stabilire un vantaggio competitivo. Per fare questo è necessario che siano integrati nella strategia e nelle operazioni aziendali e non trattati come attività accessorie filantropiche e di pubbliche relazioni. Se l'impegno di un'azienda nei confronti della CSR e della sostenibilità è fonte di vantaggio competitivo, consentendogli di avere una strategia sostenibile per produrre rendimenti finanziari attuali e futuri, allora dovrebbe rendicontare sulle sue prestazioni finanziarie e non finanziarie in modo olistico e integrato. I criteri ambientali, sociali e di *governance* (ESG) misurano le prestazioni di un'azienda in ciascuno di questi settori. Anche se comunemente riuniti sotto il tema della sostenibilità, ognuno di questi ambiti ha il proprio set di informazioni che le imprese sono indotte e talvolta obbligate a divulgare. Rispettivamente, questi sono l'impegno per la salvaguardia dell'ambiente, la crescente consapevolezza del ruolo più ampio del business nella società e le continue preoccupazioni per le lacune nella *governance* aziendale.

Le buone prestazioni in ambito ESG contribuiscono direttamente alla gestione della performance finanziaria di un'azienda e non solo. Una buona reputazione ESG aiuta ad attrarre e mantenere dipendenti di alta qualità, rendendo così i processi di selezione nelle risorse umane più efficienti ed efficaci. Inoltre, la riduzione dell'impatto ambientale degli incidenti e il miglioramento della sicurezza e della salute dei dipendenti riducono i costi operativi. Infine, le aziende con elevato *rating* ESG generalmente godono di un'immagine nitida con i clienti e gli investitori socialmente responsabili. Per queste ragioni, i risultati ESG si integrano con tutte le altre componenti strategiche di un'azienda visto che sono utilizzati per fissare le priorità delle iniziative, guidare operativamente le azioni, valutare le prestazioni del *top management* e stimolare la loro discussione in occasione delle riunioni di revisione della strategia.

Chi possiede una società? La maggior parte degli economisti e degli studiosi di diritto oggi sarebbero inclini a rispondere: i suoi azionisti. Le discussioni contemporanee sul governo societario sono state dominate dall'idea che le *public companies* sono poco più che pacchetti di beni di proprietà collettiva degli azionisti (c.d. *principals*) che assumono amministratori e dirigenti (c.d. *agents*) per gestire tali beni per loro conto.

Il rinominato modello *principal-agent*, a sua volta, ha dato luogo a due temi ricorrenti nella letteratura: in primo luogo, che il problema economico dominante affrontato dal diritto societario è la riduzione degli *agency costs*, mantenendo amministratori e *manager* fedeli agli interessi degli azionisti; e in secondo luogo, che l'obiettivo primario della *public company* è, o dovrebbe essere, la massimizzazione della ricchezza degli azionisti.

A tale teoria si sono fermamente opposti due studiosi di diritto societario, Blair e Stout (1999), sostenendo che le uniche norme giuridiche che governano le società pubbliche sono concepite principalmente per affrontare un problema diverso, ossia quello della *team production*.

Tale *impasse* nasce quando un certo numero di individui deve investire risorse specifiche dell'azienda per produrre un risultato, e quindi un beneficio, non separabile. In tali situazioni i membri del team possono avere difficoltà o impossibilità di redigere contratti espliciti che distribuiscono il risultato dei loro sforzi congiunti e, in alternativa, potrebbero preferire di cedere il controllo della loro impresa a una terza parte indipendente incaricata di rappresentare gli interessi del team e di distribuire le ricompense tra i membri dello stesso. Basti pensare che i membri del team potrebbero essere gli azionisti e la terza parte indipendente trovasse sua espressione nel consiglio di amministrazione. Pertanto, la funzione economica essenziale dell'impresa non è quella di affrontare i problemi del modello *principal-agent*, ma di fornire un veicolo attraverso il quale azionisti, creditori, dirigenti, dipendenti e altri potenziali stakeholder aziendali che hanno la possibilità di investire risorse specifiche dell'azienda sono anche disposti, a proprio vantaggio, a cedere congiuntamente il controllo di tali risorse a un consiglio di amministrazione. Se così accadesse, allora, agendo in ordine gerarchico, il consiglio di amministrazione potrebbe subordinare gli interessi degli azionisti a quelli degli stakeholder per il beneficio a lungo termine degli azionisti. In altre parole, la teoria della *team production* consente agli organi di governo societario di sostenere gli obiettivi di sostenibilità, se lo scelgono, poiché tali sono parte integrante della funzione congiunta per il benessere ("*joint welfare function*") che i consigli di amministrazione devono servire secondo la legge.

Le imprese classificabili come altamente sostenibili, cioè quelle che adottano *disclosure* specifiche e presentano un *core business* prevalentemente sostenibile, saranno anche caratterizzate da un modello di *governance* altrettanto differenziato che terrà conto di una più ampia gamma di stakeholder. Questo prevede che tali imprese abbiano, inoltre, maggiori probabilità di adottare una serie di pratiche di coinvolgimento degli stakeholder ("*stakeholder engagement*"). Infatti, nella misura in cui il consiglio di amministrazione è, secondo la teoria della *team production*, "libero di prendere in considerazione e fare compromessi tra gli interessi contrastanti di diversi gruppi societari", allora è imperativo che le esigenze e le aspettative degli stakeholder sono fattori interconnessi del coinvolgimento. Tuttavia, gli interessi degli stakeholder non sono sempre allineati, e di fatto sono spesso in conflitto, almeno nel breve termine.

È quindi attraverso lo *stakeholder engagement* che l'azienda determina la significatività (“*materiality*”) delle richieste di ciascuno di questi stakeholder per determinare il giusto equilibrio nel soddisfare le aspettative di tutti.

Hillman and Keim (2001) hanno ipotizzato ed empiricamente dimostrato che il coinvolgimento degli stakeholder è direttamente collegato a performance finanziarie migliori, consentendo alle aziende di sviluppare beni immateriali sotto forma di forti relazioni a lungo termine, che possono poi diventare fonti di vantaggio competitivo. Si potrebbe sostenere, pertanto, che le imprese che hanno integrato nella loro strategia gli elementi di fiducia e cooperazione reciproca e la costruzione di relazioni a lungo termine con i principali stakeholder attraverso l'integrazione delle questioni sociali e ambientali, saranno meglio posizionate per beneficiare di forme contrattualistiche più efficienti.

Da qui si vuole dare particolare importanza al “*long-term time horizon*” tipico del coinvolgimento degli stakeholder perché, tipicamente, nel breve termine ci sono dei *trade-offs* derivanti dal soddisfacimento delle variegata esigenze dei gruppi di stakeholder. Per costruire e mantenere il rispetto reciproco, la fiducia e la cooperazione con gli stakeholder, l'azienda deve, nel tempo, dimostrare l'impegno a bilanciare gli interessi di questi diversi stakeholder. Così facendo, di fatto, si persuadono gli investitori *long-term-oriented* a partecipare nel capitale sociale, distanziando coloro che hanno un orizzonte breve e finalità di investimento prettamente speculative.

Si rende indispensabile, ai fini del seguente lavoro di tesi, l'analisi e la valutazione dello studio condotto nel 2018 dalla CONSOB sull'impatto dell'introduzione del d.lgs. 254/2016 sulle società italiane con azioni ordinarie quotate sul MTA (Mercato Telematico Azionario). Tale decreto fornisce supporto all'impresa per l'integrazione dei fattori ESG nel sistema aziendale. Questo processo può infatti innescare una trasformazione cross-culturale dei modelli di *governance*: dallo scopo sociale all'attivazione di comportamenti e progetti inter-funzionali e lungimiranti; la progressiva considerazione di ESG in strumenti di *monitoring* e *reporting*; il coinvolgimento con gli stakeholder interni ed esterni e il loro contributo alla definizione della rilevanza delle tematiche non finanziarie nell'analisi di materialità; l'inclusione nella *governance* dei rischi della gestione dei rischi non finanziari. Tale trasformazione consentirà alle imprese che intendono attraversarla un maggiore *appeal* nel contesto degli stakeholder internazionali, attraendo così nuove forme di capitale e vedendosi diminuire il costo dello stesso. Questo accadrà grazie ad un migliore *rating* che verrà attribuito dalle agenzie che, come vedremo di seguito, a loro volta includono nei loro modelli di valutazione dell'affidabilità creditizia l'integrazione dei fattori ESG.

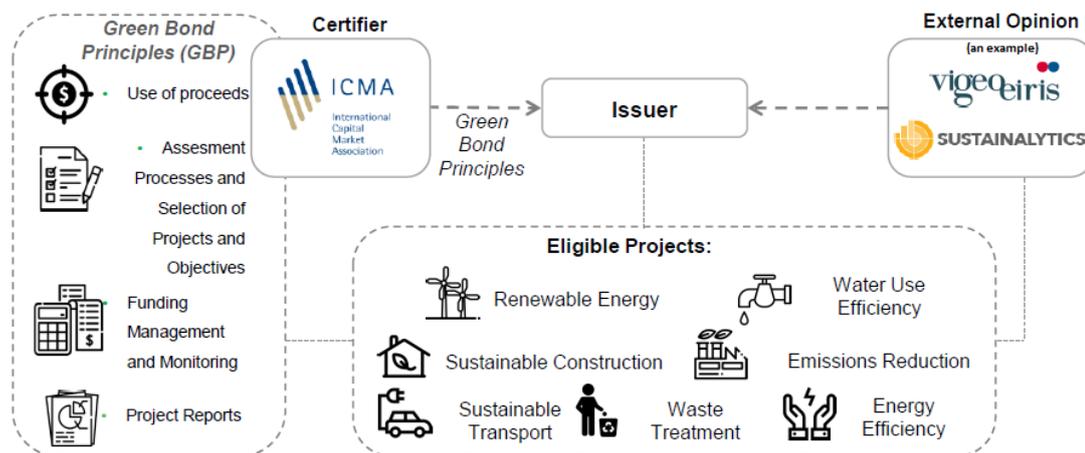
L'evidenza dello studio oggetto di analisi mostra che, mentre alcune grandi imprese stanno ora iniziando ad integrare i fattori ESG nella *governance*, la maggior parte delle imprese, prevalentemente di piccole dimensioni, è ancora concentrata sulla *compliance*.

Ad oggi, esiste un universo frammentato di fornitori di valutazioni ESG con una notevole diversità in termini di metodologie, tassonomie e metodi di valutazione. L'obiettivo di lungo periodo è quello di convergere nella standardizzazione dei quadri metodologici. Dopo un anno di lavoro svolto da gruppi di tecnici *ad hoc* finalizzati alla revisione del mercato delle valutazioni ESG, lo scorso 18 giugno la Commissione europea ha pubblicato la bozza finale sulla tassonomia delle attività sostenibili. Tale opera dovrebbe apportare benefici agli attori dei mercati finanziari facilitando l'identificazione delle attività sostenibili e, di conseguenza, l'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle loro decisioni di investimenti. Inoltre dovrebbe incoraggiare l'integrazione delle preoccupazioni in materia di sostenibilità da parte delle imprese e degli azionisti nelle loro strategie, offrendo l'opportunità di diversificare la propria base di investitori e dando così una maggiore certezza sul percorso di trasformazione. I benefici non riguarderanno solo gli attori del mercato finanziario ma anche e soprattutto i consumatori finali grazie ad una maggiore trasparenza, ad un accesso più facile ai prodotti ecologici (con un rischio ridotto di *greenwashing*) e ad una migliore comparabilità.

Infine, le autorità di regolamentazione e di vigilanza potrebbero sfruttare la tassonomia proposta per realizzare nuovi piani di investimento *green* ad un costo inferiore.

Attualmente, le agenzie di *rating* effettuano una netta distinzione tra valutazione del rischio di credito e valutazione del rischio ESG. In questi anni si potrebbe assistere ad un'inversione di posizione della tipologia di *rating*: il rischio di credito potrebbe diventare una sottocategoria del rischio ESG (c.d. rischio di sostituzione). Così facendo, le imprese che riusciranno meglio nel gestire quest'ultimo rischio, otterranno una valutazione finale più idonea al loro *effort* e beneficeranno di un minor costo del debito. È proprio in questo *step* finale che risiede uno dei maggiori ritorni degli investimenti in sostenibilità. Nel panorama delle agenzie di *rating* ESG, la maggior parte è caratterizzata da un modello "*investor-led*" in base al quale la loro remunerazione viene corrisposta dagli investitori. Tuttavia, recentemente è stato introdotto un prodotto di *rating* ESG che consente a chi vuole emettere uno strumento finanziario o un titolo obbligazionario, come, ad esempio un *green bond*, di richiederne lo *scoring*. Di seguito, un grafico illustrativo delle parti coinvolte nell'emissione di un *green bond* con le relative funzioni e il ruolo di *external opinion* dell'agenzia di rating ESG.

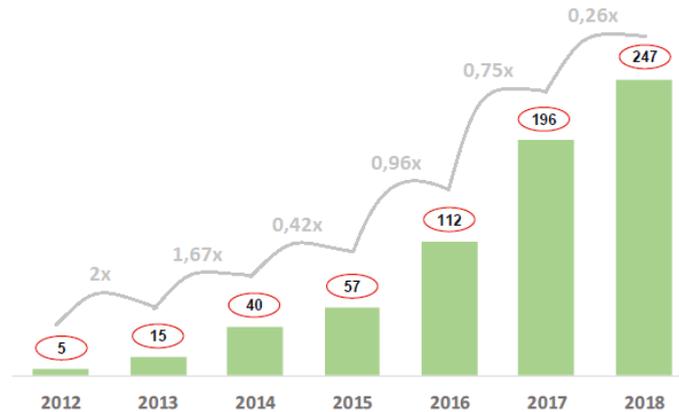
Grafico n. 2 – “Le parti interessate all’emissione di un green bond”.



I *green bonds* sono titoli obbligazionari dedicati esclusivamente al finanziamento o al rifinanziamento, totale o parziale, di progetti *green* incentrati su tematiche ambientali o sulla riduzione dell'impatto del cambiamento climatico. In particolare, tale tipologia di titolo facente parte del più grande insieme della finanza sostenibile possiede dei requisiti specifici in termini di “*use of proceeds*” (letteralmente, l’utilizzo dei fondi raccolti), che devono essere investiti in attività sostenibili e rendicontati anno per anno con un livello alto di dettaglio. Spetta ad un’agenzia indipendente l’attestazione di veridicità dello *use of proceeds*.

Nell’era moderna, le attività di CSR possono essere viste come uno strumento di marketing per influenzare le decisioni dei consumatori segnalando l'affidabilità del marchio e dei suoi prodotti: da questo punto di vista la responsabilità sociale aiuta l'azienda a forgiare l'immagine del marchio verso una prospettiva a lungo termine (Mihalache, 2011). Una certa cautela in tal senso è necessaria: quando la CSR può essere gestita per la visibilità o reputazione, in assenza di *compliance*, emergono le possibilità del c.d. “*green wash*”. Consiste nella pratica di fornire indicazioni fuorvianti sulle caratteristiche di sostenibilità del progetto o dei prodotti d'investimento, presentando al pubblico un volto “*environment-friendly*” e ritardando al contempo i cambiamenti onerosi necessari per rendere l’azienda adatta a un futuro a basse emissioni di CO₂ (“*low-carbone future*”). La diffusione del fenomeno negli ultimi anni è legata alla crescita esponenziale del mercato dei prodotti *green*, come mostrato dal seguente grafico.

Grafico n. 3 – “Crescita del volume dei Social, Green and Sustainability bonds dal 2012 al 2018 in miliardi di USD”.



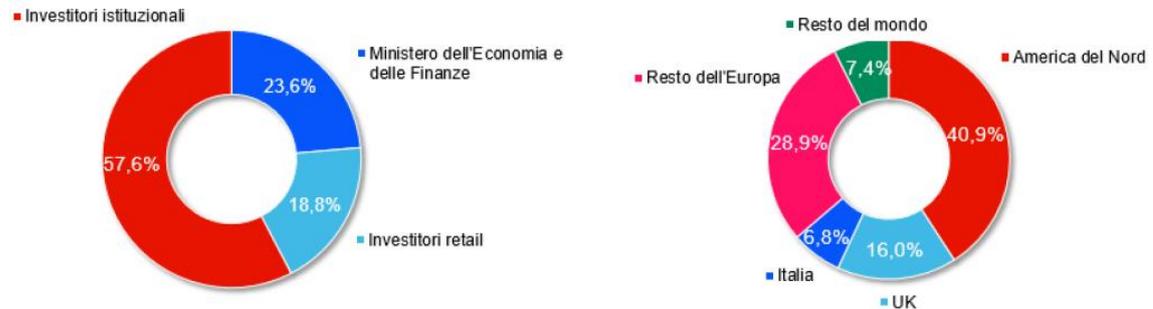
Il mercato dei *Social, Green and Sustainability bonds* continua a crescere rapidamente. Nel 2018 ha raggiunto un nuovo livello record di emissione equivalente a circa 247 miliardi di dollari ma, nonostante l'evidente percorso di crescita, si stima che il mercato dei *green bonds* rappresenti circa il 2% delle emissioni *fixed-income* globali. Dato che il mercato presenta ampi margini di crescita e di innovazione, le imprese sentono la necessità di cambiare colore alle loro fonti di finanziamento, “lavandole” di verde. Tale processo condurrà le imprese ad avere un vantaggio competitivo grazie alla differenziazione, traendone beneficio in termini di *standing* creditizio, performance finanziaria e reputazionale. Ma, la maggior parte di queste imprese avvia tale processo per necessità, vedendosi altrimenti estraniata dal mercato. Nell'attuale contesto di sempre più viva attenzione alla sostenibilità ambientale da parte dell'opinione pubblica, tale processo rischia di creare un effetto “bolla”, indebolendo così le iniziative autentiche che i pionieri in tale settore attuano per risolvere le più grandi sfide ambientali e sociali che l'umanità non ha mai affrontato fino ad oggi. Una bolla che non è solo il risultato di un comportamento opportunistico ma, anche e nella maggioranza dei casi, frutto della mancanza di competenze in materia ambientale, sociale e di *governance* da parte del *management* delle grandi società e di chi è responsabile della comunicazione verso l'esterno.

3. Case study - Il gruppo Enel e il perseguimento della strategia sostenibile

Enel S.p.A. (da qui in seguito la “Società”) è la *holding* di un gruppo multinazionale (da qui in seguito il “Gruppo”) operante con 69.272 dipendenti sparsi in più di 30 Paesi, per un totale di 5 continenti, nel mercato dell'elettricità e del gas. È primo operatore per numero di utilizzatori finali nel mondo (73 milioni), il più grande operatore privato nelle rinnovabili (43 GW di capacità installata, di cui 4,2 GW gestita) con la più larga base di clienti *retail* al mondo (64 milioni).

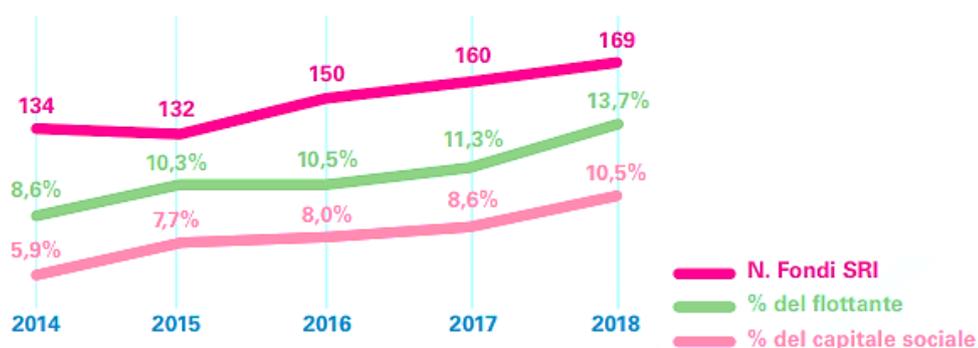
Lo scorso maggio è divenuta la seconda *utility* al mondo per capitalizzazione di borsa attestatasi intorno a 58,57 miliardi di euro. Enel è presente nel MTA dal 1999 registrando il più elevato numero di azionisti tra le Società italiane, circa 800.000 tra investitori istituzionali e *retail*.

Grafici n. 4 e 5 – “Composizione dell’azionariato per tipologia e area geografica, dicembre 2018”.



È opportuno evidenziare che nonostante il Ministero dell’Economia e delle Finanze eserciti un controllo di fatto sulla Società grazie a voti sufficienti per esercitare un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria, lo stesso non esercita nessuna attività di direzione e coordinamento (come confermato dalla legge n. 102/2009). Gli azionisti rilevanti di Enel sono il Ministero dell’Economia e delle Finanze (23,59%), i principali fondi d’investimento internazionali, come ad esempio BlackRock Inc. (4,83%), compagnie di assicurazioni, fondi pensione e fondi etici. Un dato rilevante è la crescita della percentuale di partecipazione di questi ultimi all’interno dell’azionariato del Gruppo. Nel 2018 sono 169 i fondi SRI, nove in più rispetto ad un anno prima. Tali rappresentano circa il 10,5% del capitale sociale e il 13,7% del flottante.

Grafico n. 6 – “Presenza dei fondi SRI nel capitale di Enel”.



La crescita dei fondi SRI dal 2014 al 2018 ammonta al 78%, questo risultato è stato raggiunto grazie ad un costante monitoraggio sulla performance di sostenibilità da parte delle principali agenzie di *rating* e l’inclusione delle relative società quotate del gruppo all’interno dei più importanti indici di sostenibilità. Nel 2019, Enel ed Endesa sono due delle otto aziende delle *utility* elettriche ammesse nel *Dow Jones Sustainability World Index* (DJSI World).

Dal punto di vista di attenzione verso i temi sociali, Thomson Reuters ha inserito la Società nella top 100 dell'indice riguardante la *Diversity & Inclusion* grazie alla particolare *policy* in materia adottata. Inoltre, Enel è tra le top 200 aziende dell'*Equileap's Gender Equality Ranking* grazie all'impegno nell'aumento delle quote rosa nei processi di selezione. Enel ha in piedi già da diversi anni una specifica struttura di *governance* che contribuisce al raggiungimento dell'obiettivo primario del Gruppo: creare valore sostenibile nel lungo periodo per tutti gli stakeholder.

Il modello di governo societario è il tradizionale, con la presenza di un C.d.A., di un collegio sindacale e di un'assemblea dei soci. Il consiglio di amministrazione risulta essere composto da nove membri, di cui un terzo donne (33%). Tale percentuale è in linea rispetto la normativa italiana in materia, legge n. 120/2011, conosciuta anche come "la legge sulle quote rosa".

Tale legge, al contrario di altre, ha una durata temporale ben definita, 10 anni, cioè fino al 2022. In base al raggiungimento o meno dell'obiettivo auspicato, la legge verrà lasciata "scadere" o sarà rinnovata. Attualmente le quote rosa all'interno dei C.d.A. delle società italiane quotate si attestano in media intorno al 36%, stante l'obbligatorietà della legge e la previsione di sanzioni per la sua violazione. Ma, l'invito dalle istituzioni europee è di aumentare tale percentuale al 40% entro il 2020.

Tra le *best practices* internazionali troviamo la raccomandazione di separare i ruoli di presidente e di *chief executive officer* (CEO) al fine di evitare la concentrazione di cariche in una sola persona. Soprattutto nel contesto aziendale italiano, tale circostanza è prioritaria al fine di rafforzare le qualità di imparzialità ed equilibrio che si richiedono al presidente del consiglio di amministrazione. Nel C.d.A. di Enel non è presente la figura del *lead independent director*, come non risulta essere presente alcuna motivata valutazione sulla scelta di non aver individuato tale incarico nella relazione sul governo societario, come raccomandato dal Codice di Autodisciplina. Una risposta potrebbe risiedere nell'adozione di una politica avente ad oggetto la descrizione della composizione ottimale del consiglio per l'assolvimento delle sue funzioni nel modo più completo ed efficace e la promozione della parità di trattamento e opportunità tra i generi a livello di intera organizzazione aziendale (SDGs n.10). Un punto principale di tale politica riguarda il *background* accademico, professionale ed eterogeneo dei componenti del C.d.A. in linea con l'operatività internazionale del Gruppo.

Un ruolo specifico e peculiare in tema di sostenibilità viene svolto dai comitati endoconsiliari per la *Corporate governance* e la Sostenibilità, composto dalla presidente del C.d.A. e altri due consiglieri indipendenti, e per il Controllo e Rischi, composto da quattro consiglieri indipendenti, due di minoranza e due di maggioranza. In linea con le *best practices* internazionali il C.d.A. ha svolto una valutazione della dimensione, composizione e funzionamento dell'organo stesso e dei suoi comitati (nel gergo, “*board review*”). Per il 2018 l'esito è stato positivo sotto diverse chiavi di analisi: l'innovativo *mix* di *backgrounds* dei componenti del consiglio, il clima sereno che permette l'efficace interazione con il *top management*, il supporto della struttura “Affari Societari” che predispone la documentazione necessaria e tempestiva affinché gli amministratori possano partecipare al consiglio informati sui fatti gestori in modo completo e con l'adeguata specificità (si veda, *business judgment rule*).

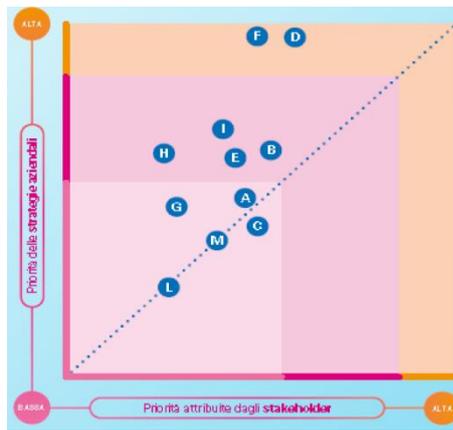
Per quanto riguarda invece il modello organizzativo di Enel, esso è caratterizzato da una matrice Linee di Business / Paesi e Regioni, affiancata in ottica di supporto del business dalle Funzioni Globali di Servizio e Funzioni di Holding. Tra quest'ultime si trova la funzione *Innovability* (Innovazione e Sostenibilità) a cui spetta la gestione di tutte le attività in tema di sostenibilità. Le imprese aventi un *core business* prevalentemente sostenibile saranno anche caratterizzate da un modello di *governance ad hoc* che li permetterà di “ingaggiare” un'ampia gamma di stakeholder.

Questo è il caso di Enel che già da tempo intrattiene con gli investitori una conversazione basata su principi di correttezza e trasparenza, in conformità con le *best practices* internazionali e le norme in tema di *market abuse*.

Sulla base di ciò, la Società ha adottato una serie di pratiche di *stakeholder engagement*, istituendo apposite strutture aziendali come l'unità “*Investor Relations*”. In ambito sostenibilità, sempre la stessa unità organizza periodicamente dei “*roadshows*”: questi si rilevano un'occasione importante per aprire un confronto diretto tra *top management* ed investitori istituzionali (ESG) su nuovi *trend* di mercato, al fine di apportare innovazione al *business*.

Sulla base degli *standards* del *Global reporting Initiative* (GRI 103), seguendo il cosiddetto *management approach*, la Società ha condotto l'analisi delle priorità (*materiality analysis*) con la finalità di identificare, valutare e classificare le tematiche di interesse degli stakeholder rispetto la strategia industriale e le linee d'azione del Gruppo.

Grafico n. 7 – “Matrice delle priorità 2018”.



Gli obiettivi aventi la priorità alta sono i temi legati al business come la creazione di valore economico-finanziario, l’innovazione tecnologica e la digitalizzazione dei servizi. Nella fascia media delle priorità si trovano un *mix* perfetto di temi appartenenti alle tre variabili ESG: salute e sicurezza sul lavoro, *governance* e condotta trasparente e decarbonizzazione del *mix* energetico. È interessante notare come quest’ultimo è un tema appartenente sia all’insieme di business e *governance* che in quello ambientale. Ciò sta a significare che la transizione delle risorse energetiche da esauribili e inquinanti a rinnovabili e pulite comporta un effetto positivo sia da un punto di vista ambientale che economico-finanziario. Il primo effetto è facilmente intuibile; il secondo, invece, è derivante da una correlazione implicita tra investimento in ambito ESG e performance finanziaria aziendale.

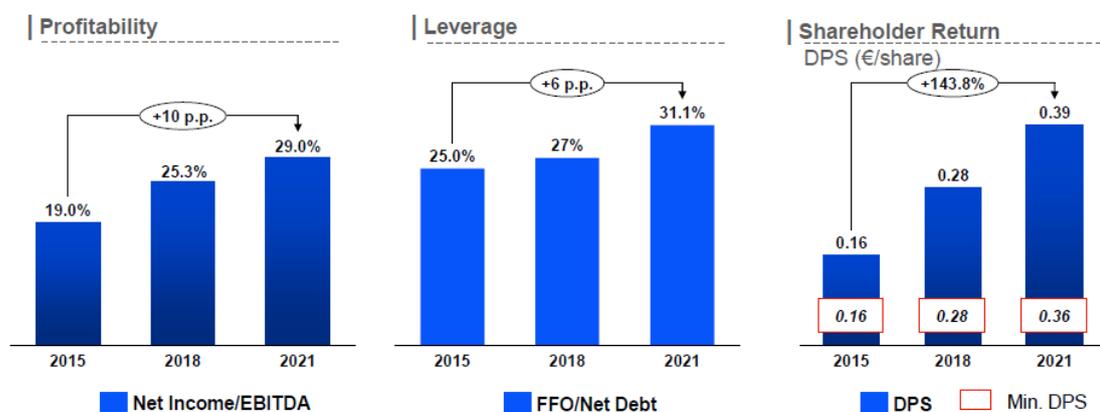
La maggior parte degli obiettivi individuati dalla *materiality analysis* come prioritari per gli stakeholder del gruppo coincidono con gli SDGs delle Nazioni Unite. I quattro principali SDGs per cui il Gruppo ha assunto un impegno pubblico sono rappresentati nella seguente tabella con accanto il corrispettivo ammontare di *CapEx* investito per raggiungere una certa capacità di energia rinnovabile installata.

Tabella n. 1 – “I quattro principali SDGs di Enel e il contributo finora apportato”.

<p>7 AFFORDABLE AND CLEAN ENERGY</p> 	<p>Goal 7 l'accesso ad un'energia conveniente, affidabile, sostenibile e moderna per tutti</p>	<p>Capex rinnovabili 12€ mld Capacità aggiuntiva 11.6 GW</p>
<p>9 INDUSTRY INNOVATION AND INFRASTRUCTURE</p> 	<p>Goal 9 infrastrutture resilienti, industrializzazione sostenibile e innovazione</p>	<p>Infrastruttura di rete elettrica 11€ mld di cui: 47 mln contatori intelligenti 5,4€ mld di Digital Capex</p>
<p>11 SUSTAINABLE CITIES AND COMMUNITIES</p> 	<p>Goal 11 rendere le città e gli alloggi per persone inclusivi, sicuri, resilienti e sostenibili.</p>	<p>Capex per energy retail 2€bn tra cui: 9,9 GW di <i>demand response</i> 455mila punti di ricarica per la mobilità elettrica</p>
<p>13 CLIMATE ACTION</p> 	<p>Goal 13 adottare misure urgenti per combattere il cambiamento climatico e i suoi impatti</p>	<p>obiettivi di riduzione di CO₂ nel mix di produzione energetica: < 0.345 kg/kWheq nel 2021 < 0.230 kg/kWheq nel 2030</p>

Attraverso una pianificazione strategica e una gestione del rischio integrata con la sostenibilità e le opportunità legate al clima, il Gruppo sta creando valore sostenibile nel lungo periodo. Dal punto di vista finanziario, oltre il 90% degli studi accademici dimostrano che il legame tra ESG e Corporate Financial Performance non è negativo. Una buona performance ESG può portare a risparmi sui costi, generare opportunità di guadagno e ridurre il rischio di natura regolamentare. Un'evidenza in termini numerici di questa relazione si trova nella *performance* finanziaria del Gruppo negli ultimi quattro anni (2015-2018), ossia nell'aumento della redditività e nel raggiungimento degli obiettivi di decarbonizzazione, digitalizzazione e servizio del cliente. Di seguito tre grafici illustrativi dell'impatto che finora ha avuto la sostenibilità sui principali indicatori finanziari, insieme agli obiettivi prefissati nel piano strategico che terminerà nel 2021.

Grafici n. 8 – 9 – 10 – “How sustainability impacts financial indicators”.

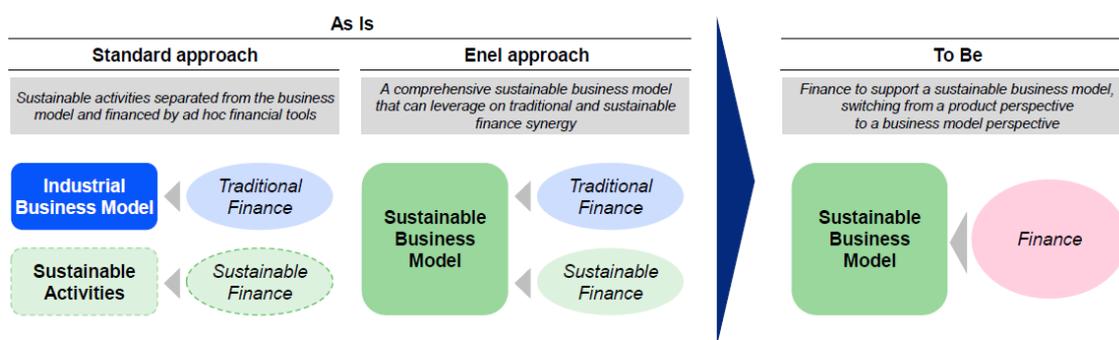


La “Green Finance Initiative” afferma che, a livello globale, entro il 2030 saranno necessari 90 trilioni di dollari per raggiungere gli SDGs. Lato impresa, per arrivare a tale cifra apparentemente insormontabile, viene richiesto dal mercato un cambiamento nel modo in cui vengono reperiti i finanziamenti per la promozione di attività aziendali responsabili dell’ambiente. La protagonista indiscussa di questo processo di transizione è la finanza sostenibile. Nel 2018, Enel è stata la prima *utility* a dotarsi di una struttura organizzativa dedicata alla finanza sostenibile, dove lavorano Finanza-Capital Markets, Investor Relations e Innovability grazie ad un approccio integrato e multifunzionale. Inoltre, visto il collocamento sul mercato europeo da parte della società finanziaria olandese del Gruppo, Enel Finance International NV, di tre *green bond* per un totale di 3,50 miliardi di euro (da gennaio 2017 a febbraio 2019), è stato costituito il comitato *ad hoc* per le emissioni e la gestione di tali strumenti. Enel ha suggerito che, per stimolare gli investimenti sostenibili, l’approccio al finanziamento degli SDGs deve essere spostato da una prospettiva di prodotto ad una di strategia e di modello di business.

Questo perché se il modello di *business* è chiaramente sostenibile ed evidentemente riconoscibile dal mercato degli investitori, allora i prodotti di finanziamento convenzionali possono già essere considerati il modo migliore e più efficace per sviluppare il finanziamento degli SDGs.

Di seguito una figura rappresentante l'approccio rivoluzionario di Enel con la finanza sostenibile, come attualmente è adesso (“*As Is*”) e come presto diventerà (“*To Be*”).

Figura N. 1 – “L'evoluzione dell'approccio di Enel con la finanza sostenibile”.



Una volta cambiato approccio possono nascere strumenti di finanziamento innovativi al servizio di tutta la strategia sostenibile della società, al patto però di rispettare nel tempo il *commitment* assunto con l'ambiente. Questo è il caso di Enel con il primo lancio al mondo del *SDGs linked bond*. Tale tipologia di obbligazione è un'evoluzione del *green bond* visto che si passa da “*use of proceeds*” a “*general corporate purposes*”. Sostanzialmente, è un finanziamento legato (“*linked*”) alla performance di sostenibilità del prestatore, senza specifica destinazione dei ricavi. In questo modo si rileva un approccio duplice e complementare per scalare il mercato finanziario sostenibile e innescare il “premio di sostenibilità”.

Conclusioni

La progressiva tendenza alla sostenibilità, intesa come salvaguardia dell'ambiente, a favore del benessere sociale e delle buone pratiche di *governance* non può essere considerata un *trend* attuale o una mera teoria di marketing. Siamo di fronte ad una vera e propria “metamorfosi” culturale che coinvolge prima di tutti i giovani, grazie alla consapevolezza acquisita su questi temi, e poi ancor più gli investitori, influenzati nelle loro scelte d'investimento. Nelle *best practices* internazionali, tali tematiche mirano alla concezione dell'impresa come sistema finalizzato a creare valore sostenibile nel tempo, cioè in un'accezione di valore che comprende non solo la dimensione economico-finanziaria ma anche quella sociale, ambientale, di *governance* e, in generale, tutte quelle iniziative volte a migliorare la qualità di vita della popolazione.

Un'impresa che ha deciso di potenziarsi su tali dimensioni, non può fare a meno di diffondere il proprio valore reputazionale, dotandosi necessariamente di un'adeguata struttura di comunicazione attraverso cui rendicontare agli stakeholder di quanto e come l'implementazione della strategia aziendale abbia generato, o nel futuro sia in grado di generare, valore sostenibile. Tale rendicontazione dovrà fornire una visione olistica e tempestiva delle performance organizzative e della sostenibilità, una visione che riconosca la complessità del business moderno e comprenda indicatori finanziari e non finanziari. I protagonisti ai quali spetta l'implementazione di tale visione sono i dottori commercialisti, i revisori e, in via generale, l'universo dei professionisti che affiancano l'impresa. Nello svolgimento diligente del loro ruolo devono necessariamente salvaguardare l'interesse pubblico, richiedendo una rendicontazione più olistica, che vada oltre le tradizionali informazioni finanziarie storiche e prenda in considerazione il valore della rendicontazione sulla sostenibilità organizzativa a lungo termine, sui controlli interni necessari e sulle richieste di *assurance* connesse.

Una data evidenziata nell'agenda di imprenditori, manager e investitori e che ha segnato un punto di svolta per l'intero pianeta Terra è il 25 settembre 2015, data di pubblicazione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) delle Nazioni Unite, noti anche come Agenda 2030, che consiste in un elenco di 17 obiettivi e 169 traguardi specifici da raggiungere per cercare di vincere una serie di sfide che interessano lo sviluppo economico, ambientale e di uguaglianza sociale. Ma alla base di questa “metamorfosi culturale” non vi è solo un motivo etico o l'urgenza nell'invertire la rotta del cambiamento climatico. Fino a pochi anni fa, era diffusa l'opinione che riservare una parte del proprio portfolio ad investimenti socialmente responsabili portava anche alla rinuncia di una parte di rendimento. Oggi questa tesi sembra ormai antiquata grazie all'evidenza empirica derivante da oltre 2000 studi accademici che dimostrano un legame non negativo tra ESG e *Corporate Financial Performance* (CFP). Le buone prestazioni in ambito ESG contribuiscono direttamente alla gestione della performance finanziaria di un'azienda e non solo. Una buona reputazione ESG attrae e consolida personale altamente qualificato rendendo più snelli gli “*HR hiring process*”. Inoltre, la riduzione delle esternalità negative ambientali e una *security* aziendale sempre più efficiente finalizzata ad ambiziosi obiettivi di “*People Care*” abbassano notevolmente i costi operativi. Infine, le aziende che hanno un buon *rating* ESG attraggono clienti e investitori sensibili a tematiche di sostenibilità. Per queste ragioni, i risultati ESG si integrano con tutte le altre componenti strategiche di un'azienda visto che sono utilizzati per fissare le priorità delle iniziative, guidare operativamente le azioni, valutare le prestazioni dei dirigenti e stimolare la loro discussione in occasione delle riunioni di revisione della strategia.

Oggi, i fattori ESG risultano ormai permeati dal concetto di sviluppo sostenibile ed entrambi sono visti come opportunità per far raggiungere all'impresa un vantaggio competitivo. Eppure, per ottenerlo non è opportuno tenerli separati come attività accessorie o ausiliari a quella tradizionale, piuttosto è necessario che siano integrati nella strategia e nel *business model*. Questo implica che, per stimolare gli investimenti sostenibili per il raggiungimento degli SDGs, non ci si può accontentare di un approccio al finanziamento in ottica di prodotto bensì, di *business model*.

L'ipotesi fondamentale per applicare tale tipo di approccio è l'indiscutibilità e la riconoscibilità da parte del mercato degli investitori del modello di business sostenibile dell'impresa presa in esame. Questo è il caso del Gruppo Enel, diventato il *benchmark* nell'allocazione dei *green bond* e nell'*impact reporting* rispetto ai suoi *peers*, adottando un approccio altamente trasparente e globale. *Last but not least*, la finanza, sempre più in veste sostenibile, ha innovato gli strumenti di finanziamento convenzionali e gli stessi *green bond* per lanciare il primo *SDGs linked bond*. Una vera e propria scommessa per accelerare, nel modo migliore e più efficace, il raggiungimento di alcuni *targets* prefissati appartenenti ai SDGs, grazie anche al gradimento dello strumento da parte di una gamma più diversificata di investitori sostenibili. Sono proprio questi ultimi ad aver incrementato la loro partecipazione nel capitale sociale del 78% in soli quattro anni. Tale risultato è stato raggiunto grazie ad un costante monitoraggio sulla performance di sostenibilità da parte delle principali agenzie di *rating* e l'inclusione delle relative società quotate del Gruppo all'interno dei più importanti indici di sostenibilità. Nel 2019, Enel ed Endesa sono due delle otto aziende delle *utility* elettriche ammesse nel *Dow Jones Sustainability World Index (DJSI World)*.

Per scalare la vetta è necessario avere l'attrezzatura e l'abbigliamento adatti, in tal senso metaforico, una struttura di *governance ad hoc* ed innovativa sta contribuendo al raggiungimento dell'obiettivo primario del Gruppo: creare valore sostenibile nel lungo periodo per tutti gli stakeholder. Un requisito corrente che si può rinvenire nel piano di incentivazione di lungo termine (*Long Term Incentive, LTI*) del *top management* è il contenimento delle emissioni di grammi di CO₂ per KWh equivalente prodotto nel triennio del Piano Strategico 2019-2021. Tra gli obiettivi di performance è stato attribuito un peso del 10% a tale fattore, raro da trovare nei sistemi di remunerazione delle società italiane del MTA. Inoltre, attraverso l'adozione delle migliori pratiche in materia di trasparenza e di *stakeholder engagement*, Enel ha determinato la significatività (*materiality*) delle richieste di ciascun stakeholder per determinare l'adeguato equilibrio nel soddisfare le aspettative di tutti.

Il processo di innovazione in materia di *governance* non termina qui visto che, a livello comunitario, presto verranno rilasciate nuove linee guida sulla composizione del consiglio di amministrazione, in particolare sulla promozione del genere meno rappresentato. Grazie alle diverse strutture realizzate, Enel è in grado di affrontare le nuove sfide della transizione energetica, gestendone e mitigandone i rischi al fine di cogliere tutte le opportunità, senza trascurare le implicazioni sociali e ambientali. Non a caso, è la prima *utility* con una struttura organizzativa dedicata alla finanza sostenibile, dove lavorano congiuntamente Finanza, *Investor Relations* e *Innovability*.

Il prossimo *step* sarà quello di avviare un processo di osmosi tra finanza tradizionale e sostenibile al fine di sfruttare le sinergie ed avere un'unica funzione al servizio di un modello di business interamente sostenibile e dedita al finanziamento della transizione verso un'economia sostenibile.

La sfida di Enel sarà quella di coinvolgere la comunità finanziaria, al fine di invitare gli investitori a valutare i fattori ESG nella loro allocazione del capitale e le agenzie di *rating* a ponderare il fattore sostenibilità nel profilo di rischio al fine di attribuire un “*sustainability premium*” (premio di sostenibilità), attraverso un minor costo di capitale, alle imprese più performanti.