



Corso di laurea in Strategic Management

Cattedra: Analisi Finanziaria

**L'IMPATTO DELL'ENVIRONMENTAL SCORE SULLA CEO EQUITY  
LINKED COMPENSATION IN PRESENZA DELL'INSTITUTIONAL  
OWNERSHIP**

**Prof.ssa Magnanelli Barbara Sveva**

**Prof. Di Lazzaro Fabrizio**

---

RELATORE

---

CORRELATORE

Angela Genovese 755581

---

CANDIDATO

**Anno Accademico 2022/2023**

# INDICE

<b>Introduzione</b>	<b>4</b>
<b>Capitolo 1 - Le conseguenze dell'evoluzione della divulgazione ESG</b>	<b>7</b>
<b>1.1 L'affermazione dei fattori ESG: dalle origini ad oggi</b>	<b>7</b>
1.1.1 Il reporting ESG	12
1.1.2 Focus sulla sfera ambientale	14
1.1.3 Focus sulla sfera sociale	17
1.1.4 Focus sulla sfera della governance	19
<b>1.2 L'impatto sulle aziende a seguito dell'incorporazione dei principi ESG</b>	<b>21</b>
1.2.1 I benefici a breve e lungo termine	24
1.2.2 Le insidie intrinseche della trasparenza	26
1.2.3 ESG come "fenomeno rialzista" ai tempi del Covid-19	27
<b>1.3 Un confronto tra le teorie a supporto e avverse agli investimenti ESG</b>	<b>29</b>
<b>Capitolo 2 - L'Institutional Ownership e le sue implicazioni</b>	<b>33</b>
<b>2.1 L'Institutional Ownership: origine e definizione del fenomeno</b>	<b>33</b>
2.1.1. I riferimenti normativi ed etici	37
2.1.2 Vantaggi e svantaggi legati all'Institutional Ownership	38
2.1.3 I progressi nell'ambito della sostenibilità	41
<b>2.2 L'impatto dell'Institutional Ownership in azienda</b>	<b>45</b>
2.2.1 Le conseguenze sul valore dell'impresa	47
2.2.2 Le conseguenze a livello di Corporate Governance	50
2.2.3 Le conseguenze sulla Competition	53
2.2.4 Le conseguenze sul monitoraggio aziendale	55
<b>2.3 L'Institutional Theory come supporto alla proprietà istituzionale</b>	<b>57</b>

<b>Capitolo 3 - Analisi empirica</b>	<b>61</b>
<b>3.1 Il contesto di riferimento dell'analisi</b>	<b>61</b>
3.1.1 ESG score e gli effetti sulla "CEO Compensation"	65
3.1.2 L'Institutional Ownership e gli effetti sulla "CEO Compensation"	70
3.1.3 Gli obiettivi dello studio	72
3.1.4 Le ipotesi a supporto dello studio	74
<b>3.2 Metodologia di ricerca</b>	<b>75</b>
3.2.1 Il campione di dati adoperato	75
<b>3.3 Le variabili prese in esame</b>	<b>77</b>
3.3.1 La variabile dipendente	78
3.3.2 La variabile indipendente	79
3.3.3 La variabile di moderazione	79
3.3.4 Le variabili di controllo	79
<b>3.4 Le analisi svolte</b>	<b>81</b>
3.4.1 La discussione dei risultati	82
<b>3.5 I limiti dello studio e le ricerche future</b>	<b>89</b>
<b>Conclusione</b>	<b>91</b>
<b>Sintesi</b>	<b>94</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>105</b>
<b>Sitografia</b>	<b>107</b>
<b>Ringraziamenti</b>	<b>108</b>

# Introduzione

Il sistema aziendale odierno, insieme a tutte le organizzazioni che lo compongono, negli ultimi quindici anni, ha modificato nettamente le sue priorità in relazione alla nascita di nuove esigenze tangibili e al susseguirsi di eventi micro e macroeconomici.

L'elaborato realizzato pone le sue basi su tre concetti essenziali, ognuno dei quali si sviluppa su aree distanti tra loro sul piano teorico e che possono essere considerate tra le fattispecie che più hanno inciso sulla definizione delle nuove traiettorie interne alle imprese.

Il primo concetto riguarda la rilevanza che detengono i rating di carattere ambientale, sociale e di governo, in quanto costituiscono i fattori guida di un percorso ormai obbligato verso la sostenibilità per le realtà imprenditoriali.

Il secondo afferisce all'incremento sostanziale degli investimenti effettuati dalla proprietà istituzionale nelle aziende private, essendo queste entità capaci di generare nel lungo periodo risultati consistenti.

Infine, il terzo è relativo ai meccanismi chiave alla base della definizione dei cosiddetti "mix retributivi" da riconoscere ai CEO aziendali, interessati da trend in forte crescita.

I concetti sopracitati, come detto precedentemente, sul piano teorico, si presentano come elementi a sé stanti e privi di alcun legame. Nel concreto, invece, la situazione si ribalta, facendo pensare ad una loro interdipendenza che genera meccanismi di reciproca correlazione e moderazione.

Le motivazioni che hanno stimolato la realizzazione di questa ricerca sono diverse.

Tra tutte spicca la volontà di far luce su tutte quelle vicende che portano alla definizione della remunerazione riconosciuta ai dirigenti d'azienda, al fine di poter dare un contributo, anche se in piccola parte, a tale tematica. Cogliere la grande vastità delle fattispecie che riescono ad incidere su tale dinamica è risaputo essere un compito assai arduo. Tuttavia, la letteratura oggi sta dando un forte contributo affinché si riesca a delineare un perimetro entro il quale si identifichino le condizioni tali da scatenare delle variazioni più o meno significative delle remunerazioni oggetto di analisi.

Ulteriore stimolo che ha spinto ad intraprendere questo percorso pone le basi sulle innumerevoli evidenze, statistiche e qualitative, che supportano la tesi secondo cui ad un aumento della responsabilizzazione verso la sostenibilità di un'azienda, risponde un aumento complessivo delle compensazioni azionarie dei dirigenti. A ciò bisogna aggiungere che tali risultanze spesso pare che siano influenzate dall'assetto proprietario aziendale che, specie se formato da investitori istituzionali, riesce a generare delle significative alterazioni.

Alla luce delle motivazioni intrinseche, è sorta la volontà di cogliere le possibili fattispecie che possono aver luogo all'interno della politica remunerativa, quando si è in presenza di fattori alquanto peculiari.

Più nel particolare, l'obiettivo che si pone questo studio è, in primo luogo, quello di cogliere la reale correlazione che sussiste tra la CEO Equity linked Compensation e uno dei fattori appartenenti al rating ESG.

Qui si prende come riferimento quello ambientale, al fine di rispondere alle maggiori attenzioni che vengono poste su tematiche così urgenti da parte del mercato e dei suoi azionisti.

In secondo luogo, sorge una seconda volontà del tutto innovativa: identificare la sussistenza del ruolo di moderatore da parte della proprietà istituzionale sulla suddetta correlazione.

Al fine di perseguire la missione di questo studio, è stata realizzata una ricerca di tipo empirico-quantitativo guidata da due specifiche ipotesi:

*H1: Il punteggio ambientale appartenente al rating ESG è correlato positivamente ai livelli di retribuzione azionaria che vengono riconosciuti periodicamente ai CEO aziendali.*

*H2: La presenza di investitori istituzionali all'interno di un'azienda funge da ruolo di moderatore sulla relazione sussistente tra l'environmental score e la CEO Equity linked compensation.*

Queste fungono da guida per l'intero elaborato dal momento che, ogni elemento che lo caratterizza è trattato in relazione alla sua essenzialità nel contribuire a confermarne la loro veridicità o la mendacità.

Una volta individuate le due ipotesi chiave dell'elaborato, è stata definita la base di partenza per fare emergere le evidenze ricercate. È stato selezionato un campione di 207 aziende, la cui partecipazione è stata approvata sulla base della presenza di un rating ESG e di investitori istituzionali nell'assetto proprietario. Questo ultimo elemento è stato quello che ha ridotto molto le dimensioni del campione.

L'analisi appena evidenziata viene realizzata all'interno dell'ultima parte di questo elaborato. Prima di delinearla è bene evidenziare i punti salienti dei capitoli che lo precedono, i quali si rivelano maggiormente letterari e teorici.

L'elaborato si articola in tre capitoli, ognuno focalizzato su un tema specifico su cui si baseranno le analisi effettuate all'interno dell'ultimo.

Il primo capitolo affronta in maniera alquanto ampia la grande tematica delle reportistiche ESG, facendo contestualmente un focus su tutte e le tre le aree che lo compongono. Viene anche realizzata una rassegna circa gli impatti che scaturiscono dalla loro introduzione in azienda, facendo riferimento sia a quelli prettamente positivi sia alle insidie che principalmente sono ricollegabili all'adozione di un elevato grado di trasparenza informativa.

Nel secondo capitolo, in linea con la struttura del precedente, ci si è preoccupati di descrivere in maniera dettagliata le origini che si trovano alla base del fenomeno della proprietà istituzionale, per trattarne anche qui i principali vantaggi e svantaggi che ad esso sono riconducibili. Per ciò che concerne gli impatti, ne sono stati evidenziati i principali facendo una review della letteratura sviluppatasi a partire dal 2016.

Infine, il terzo capitolo, è quello che si apre con una dettagliata analisi delle ricerche esistenti riguardo l'attuale evoluzione delle politiche remunerative nel contesto aziendale e, su quelle che sono le principali correlazioni che esse registrano. In tale sede viene poi realizzata l'analisi empirica mediante la quale si punta a dimostrare la consistenza delle ipotesi poste. Più nel particolare, al fine di trarre le conclusioni più veritiere è stata in un

primo momento realizzata la cosiddetta “Panel Data Analysis”, adoperando il Fixed-effect model, al fine di effettuare un’immediata analisi longitudinale delle variabili prescelte. In un secondo momento, invece, sono state applicate tre differenti analisi sul campione già descritto in precedenza: un’analisi puramente descrittiva, una di regressione e, infine, una puramente grafica.

Per concludere, alla luce delle evidenze che in questa sede sono emerse, è bene chiarire che questo elaborato nasce affinché si vadano a colmare i gap informativi che ancora oggi sussistono sulle correlazioni che consentono di effettuare delle vere e proprie azioni impattanti sulla “CEO equity linked compensation”. Il tutto, cercando al contempo di cogliere i ruoli essenziali che in questo contesto detengono fattori come i punteggi ambientali dei rating e la presenza di investitori istituzionali in azienda.

# Capitolo 1: Le conseguenze dell'evoluzione della divulgazione ESG

## 1.1 L'affermazione dei fattori ESG: dalle origini ad oggi

Oggi giorno è costantemente in crescita l'attenzione e la sensibilità nei confronti delle tematiche sostenibili. A dimostrazione di ciò, anche il mondo economico e finanziario ha intrapreso questa via in maniera del tutto naturale, immettendo al centro delle scelte degli individui che li popolano dei principi e dei valori che mirano a proteggere la realtà circostante in tutte le sue sfaccettature.

La diffusione all'interno del sistema finanziario dei concetti che risaltano una maggiore cura nei confronti del Pianeta e di tutte le sue risorse e la successiva grande popolarità che hanno acquisito i criteri ESG, ovvero i criteri ambientali (Environmental), sociali (Social) e di governo (Governance), costituiscono una soddisfacente testimonianza di un cambiamento che, intrapreso da quasi un secolo, sta per dare oggi i suoi pieni e significativi frutti.

Questi criteri, che racchiudono tre grandi sfere al proprio interno, fungono da elementi essenziali dell'attuale finanza etica, dal momento che hanno come finalità quella di misurare e certificare la sostenibilità, la correttezza e l'integrità di una qualsiasi attività.

Tuttavia, per poter comprendere a pieno questo nuovo mondo improntato sulla sostenibilità e, di conseguenza, anche la complessa e variegata definizione dell'insieme dei principi ambientali, sociali e di governance che oggi guidano gli aspetti economici, si deve fare un passo indietro fino a risalire alla trasversale e universale tematica della sostenibilità e al relativo sviluppo sostenibile, nonché una delle principali sfide del nostro tempo.

Il sentimento che ha stimolato il sistema a indirizzarsi verso questa via è quello della presa di coscienza da parte degli individui e delle istituzioni della spaventosa limitatezza delle risorse e delle potenzialità del nostro Pianeta. In ragione di ciò, nel 1972, fu determinante la pubblicazione di uno dei documenti che segnarono una svolta per la sostenibilità: "The limits of Growth"<sup>1</sup>. Questo fu realizzato da studiosi provenienti dal Massachusetts Institute of Technology (MIT), i quali, si preoccuparono di enfatizzare le preoccupazioni legate ad una crescita repentina dell'economia e, più nel particolare, trattarono le difficoltà derivanti dalla finitezza delle materie prime adoperate, delle acque e della fertilità della terra. Tuttavia, l'intenzione era quella di dare avvio ad uno sviluppo rispettoso di ogni elemento proveniente e residente sulla Terra, procedimento che prese avvio poco più tardi, ovvero nel 1987, quando, tramite il Rapporto Brundtland (o "*Our Common Future*"), ci si pose dinnanzi a questa sfida globale per delineare un nuovo modello di sviluppo, che venne poi definito, per l'appunto, "sostenibile". Ciò su cui fonda le basi questo testo, unico per il contenuto che lo caratterizza, è il principio di equità intergenerazionale e intragenerazionale che formalmente prevede che tutte le generazioni, presenti e future, possano soddisfare e appagare i propri bisogni, senza però contestualmente compromettere

---

<sup>1</sup> Rapporto sui limiti dello sviluppo (LTG)

la possibilità che le altre possano fare lo stesso. In altre parole, si tratta di un rapporto di mutuo beneficio tra generazioni appartenenti ad epoche diverse.

Di seguito viene proposta una citazione che si trova all'interno del rapporto appena citato e che rende perfettamente chiaro il significato che si vuole attribuire, specialmente nel lungo termine, allo sviluppo sostenibile:

*“Lo sviluppo sostenibile, lungi dall'essere una definitiva condizione di armonia, è piuttosto un processo di cambiamento tale per cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e i cambiamenti istituzionali siano resi coerenti con i bisogni futuri oltre che con gli attuali.”<sup>2</sup>*

Nei periodi successivi seguirono numerose conferenze, dichiarazioni e accordi che segnarono dei momenti importanti per l'evoluzione dei principi di sostenibilità. Tra questi, ad esempio, vi furono: il “Summit della Terra” a Rio nel 1992, nonché la prima conferenza sull'ambiente che vide come protagonisti i capi di Stato a livello mondiale; la “Dichiarazione di Johannesburg” del 2002 sullo sviluppo sostenibile; l’”Accordo di Parigi” del 2015 sui cambiamenti climatici; e, infine, sempre nel 2015, è essenziale citare l’”Agenda 2030”, nonché un documento unitario redatto dall'ONU al cui interno vi sono racchiusi 17 goals e 169 sotto-obiettivi che invitano i Paesi di tutto il mondo a porsi su uno stesso piano per affrontare una battaglia comune verso la realizzazione e il raggiungimento di un mondo sostenibile da un punto di vista ambientale, sociale ed economico.

L'incessante aumento della rilevanza della tematica della sostenibilità ha fatto diventare i relativi valori e principi delle vere e proprie guide per un numero svariato di discipline, molte delle quali hanno anche dovuto subire trasformazioni radicali. Tra queste ultime è possibile catalogare, come già visto in precedenza, la finanza, nonché la scienza economica dedicata all'analisi dei processi che portano gli individui e le entità a porre in essere attività di investimento e di finanziamento. I primordiali cambiamenti in tale contesto sono rinvenibili verso la prima metà del secolo scorso negli Stati Uniti d'America, tramite la definizione di un fondo dalle caratteristiche particolari, poiché al proprio interno deteneva delle regole che prevedevano il rispetto di alcuni principi di origine etica. Tuttavia, in realtà, la diffusione decisiva di questa innovativa disciplina è collocabile intorno agli anni '70, quando nei paesi di origine inglese e americana per la prima volta si è cominciato a discutere di connubio tra “sviluppo sostenibile” e “mondo finanziario”.

Oggi, data l'elevata centralità che ricopre tale disciplina, viene considerata come riferimento strategico e funzionale per porre le basi per un futuro solido e dai principi saldi che mettono al primo posto una maggiore attenzione verso le tematiche non solo di carattere ambientale, ma anche sociale e, ovviamente, economico.

---

<sup>2</sup> Rapporto Brundtland, Commissione mondiale sull'ambiente e lo sviluppo, 1987.



Si è trattato di un effettivo cambio di paradigma nell'ambito del settore finanziario, poiché ciò che indirizza le scelte degli individui sul porre in essere investimenti e/o finanziamenti non è più l'unico e il solo ritorno economico e, quindi, in altre parole, l'opportunità redditizia cui si va incontro, ma a questo si aggiungono altre due realtà tangibili con cui bisogna fare i conti: la prima è quella ambientale, che mira a misurare gli effetti che una determinata attività ha sulle risorse della Terra; la seconda è, invece, quella sociale, che ha come finalità quella di prevedere l'impatto che si andrà ad apportare sulla comunità e sulla società in generale.

È importante evidenziare come, ancora oggi, si riscontrino difficoltà nell'attribuire una definizione univoca al concetto di finanza sostenibile, e ciò ha generato due eventi contrastanti perché se da un lato ha permesso di ampliare notevolmente le tematiche che rientrano all'interno di tale materia, dall'altro ha contestualmente generato caos e incoerenza.

In ragione di tale confusione nel 2018 la Commissione europea ha emanato un documento sotto forma di piano d'azione per integrare all'interno del mondo finanziario una sensibilità sempre maggiore nei riguardi degli aspetti salienti della sostenibilità. All'interno di questo, inoltre, è possibile rinvenire, oltre a quanto citato in precedenza, una lineare definizione di questo nuovo mondo quale è la finanza sostenibile:

*“La finanza sostenibile si riferisce generalmente al processo di tenere in debito conto le considerazioni ambientali e sociali nel processo decisionale di investimento, portando a maggiori investimenti in attività sostenibili a più lungo termine. Più specificamente, le considerazioni ambientali si riferiscono alla mitigazione e all'adattamento ai cambiamenti climatici, nonché all'ambiente più in generale 7 e ai relativi rischi (ad es. catastrofi naturali). Le considerazioni sociali possono riferirsi a questioni di disuguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e comunità. Le considerazioni ambientali e sociali sono spesso intrecciate, poiché in particolare il cambiamento climatico può esacerbare i sistemi esistenti di disuguaglianza. La governance delle istituzioni pubbliche e private, comprese le strutture di gestione, i rapporti con i dipendenti e la remunerazione dei dirigenti, svolge un ruolo fondamentale nell'assicurare l'inclusione delle considerazioni sociali e ambientali nel processo decisionale.”<sup>3</sup>*

Con tale definizione la Commissione europea enfatizza, quindi, la visione sistemica che ogni individuo e/o entità fisica o giuridica deve adottare nello svolgere un'attività economica. Oggi, adottare questo approccio, specie per le aziende, significa incorporare un modello di business assolutamente responsabile e rispettoso dell'ambiente e della società circostante. Più comunemente, il modo di agire appena citato è identificabile sotto la nomea di “Responsabilità Sociale d'impresa” o “Corporate Social Responsibility”<sup>4</sup>.

Quest'ultima nel corso del tempo è stata oggetto di studio di numerosi teorici dell'economia e non sempre ha visto attribuirsi accezioni positive. Tra gli studi sopra citati risulta essenziale menzionarne almeno due, realizzati da analisti appartenenti a due scuole di pensiero contrapposte: il primo, Friedman, nonché il padre

---

<sup>3</sup> 03/2018, Bruxelles, Commissione Europea.

<sup>4</sup> 2001, Commissione Europea, Libro Verde: “L'integrazione volontaria delle tematiche sociali e ambientali da parte delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei rapporti con le parti interessate.”

della teoria neoclassica, sosteneva che l'unica responsabilità sociale dell'impresa poteva essere quella della massimizzazione dei ritorni economici per i soci e per gli azionisti (1970); il secondo, Freeman, l'artefice della teoria degli stakeholder, sosteneva l'opposto del primo studioso, poiché proponeva un modello di azienda e di responsabilità sociale in cui si tenesse conto contemporaneamente di una molteplicità di gruppi di interesse (stakeholder), per far sì che per ognuno di questi venisse generato valore.

L'adozione della Corporate Social Responsibility richiede uno sforzo consistente da parte delle aziende, poiché queste acquisiscono il dovere di ridurre se non eliminare l'impatto negativo che può scaturire dalle proprie attività; tuttavia, rimane una strategia del tutto volontaria e, proprio per questo motivo, le aziende che la adottano possono usufruire di una serie di benefici come il miglioramento della propria immagine e il maggiore coinvolgimento dei propri dipendenti poiché dimostrano concretamente di avere a cuore la volontà di creare valore condiviso per l'intera comunità e non solo il mero ritorno economico.

La CSR è una forma di espressione delle aziende che vogliono mettere in moto un meccanismo di sensibilizzazione nei confronti delle diverse dimensioni della sostenibilità. In generale, ogni entità è libera di scegliere una o più tipologie di responsabilità sociali tra le quattro principali riconosciute a livello mondiale. Più nel particolare queste quattro tipologie sono: la responsabilità di tipo prettamente ambientale, la responsabilità di tipo etico, la responsabilità filantropica e, infine la responsabilità finanziaria.

I mezzi più comunemente adoperati per implementare i principi della finanza etica e della Corporate Social Responsibility sono gli "Investimenti Sostenibili e Responsabili" o "Sustainable and Responsible Investment". Questi investimenti, nonostante siano stati adoperati dalle aziende a prescindere dal settore di appartenenza a partire dalla prima metà del XX secolo, hanno iniziato a diffondersi tra l'opinione pubblica verso la seconda metà del secolo e più recentemente, nel 2014, sono stati definiti durante il Forum per la finanza sostenibile come:

*"(...) una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso."*<sup>5</sup>

La realizzazione dei SRI da parte delle imprese gli consente di ottenere dei vantaggi competitivi non indifferenti e, inoltre, aiuta a creare un valore duraturo per tutti, a prescindere che si tratti di soggetti interni o esterni all'azienda. Inoltre, in tale contesto, l'Eurosif Market Study nel 2016 ha identificato sette distinte strategie di screening che mirano, ognuna in maniera differente dall'altra, a misurare la qualità e il livello di sostenibilità proprio di un investimento, anche al fine di indirizzarli nella giusta via. Queste sono: le "strategie di esclusione", lo "screening delle convenzioni internazionali", la scelta delle "Best in class", gli "investimenti tematici", l'"engagement", l'"impact investing" e, infine, l'"integrazione ESG".

---

<sup>5</sup> La posizione ufficiale del Forum per la Finanza Sostenibile, Milano, 3 settembre 2014.

Per concludere, dagli investimenti responsabili e sostenibili trae origine uno degli effettivi protagonisti di questo elaborato: la divulgazione delle informazioni riguardanti i fattori ESG, nonché i già citati fattori ambientali, sociali e di governance che vengono adoperati per effettuare una disamina dell'eticità e della correttezza di uno specifico investimento e, di conseguenza, anche per vagliare le scelte economiche degli agenti. La loro definizione ha introdotto in maniera ufficiale il concetto di sostenibilità con le relative sfaccettature e i relativi principi all'interno della macroarea della finanza. Le basi per il loro utilizzo sono state poste nel 2004, quando fu realizzato il Global Compact delle Nazioni Unite, nonché un evento finalizzato alla creazione di una serie di pubblicazioni volte a far crescere il trend degli investimenti sostenibili e alla formale richiesta di introduzione di questi principi. Tuttavia, un ulteriore passo molto importante in tale ambito è stato registrato nel 2006 con l'introduzione dei Principi dell'Investimento Responsabile, nonché un'iniziativa che mira a comprendere a fondo le conseguenze che generano le tematiche ESG sugli investimenti per poi promuoverne un'integrazione ad ampio spettro.

I sei Principi o impegni che i firmatari di tale progetto si impegnano a rispettare sono:

1. L'integrazione delle questioni ESG (ambientali, sociali e di governance) nelle fasi di valutazione degli investimenti e nei relativi processi decisionali;
2. L'incorporazione delle tematiche ESG nelle politiche e in generale nelle pratiche della proprietà per diventare azionisti proattivi in tali circostanze;
3. La ricerca di una divulgazione adeguata di tali fattori da parte delle realtà in cui si investe;
4. La promozione dei Principi dell'investimento responsabile all'interno dei settori degli investimenti;
5. Il miglioramento dell'efficienza e dell'efficacia nell'attuazione dei Principi mediante la collaborazione tra gli stessi soggetti firmatari;
6. La promulgazione ed esaltazione delle attività e dei progressi realizzati nell'applicazione dei Principi.

La divulgazione di tali principi è stata essenziale per dare una spinta all'utilizzo di questi fattori, specialmente in Europa, dove, soprattutto negli ultimi anni, si è sviluppata una grande sensibilità.

In generale, inoltre, per quanto concerne i pilastri ESG, è possibile affermare che sono dei fattori ormai conosciuti in tutto il globo. Tuttavia, non vi è un interesse e un impegno eguale da parte dei vari continenti. In particolare, gli Stati Uniti sono rimasti qualche passo indietro rispetto agli attuali mercati Europei, oggi celebri per il loro modo di esaltare le pratiche di investimento sostenibili adottate. L'Europa, infatti, viene anche definita leader globale della transizione verde e ciò lo si può anche dimostrare considerando che ha registrato agli inizi del 2022 un patrimonio fondiario per gli ESG complessivo pari a 2300 miliardi di dollari, nonché un valore che rispetto al 2021 ha visto un aumento di più del 40%. Inoltre, alla luce di quanto appena affermato, altri analisti si sono soffermati sull'avanzamento dei vari continenti nell'ambito sostenibile e hanno dimostrato che circa l'80% della totalità dei fondi con uno sfondo etico pone le sue radici nel medesimo continente

europeo. Tuttavia, l’ambito americano non può considerarsi non ottimale, infatti, negli ultimi tempi hanno acquisito un trend in forte crescita e in particolare dal 2021 l’ammontare di attività sostenibili superavano i 17,1 trilioni di dollari, ovvero un valore superiore del 42% rispetto a quello del 2018.

Per concludere, come abbiamo già avuto modo di comprendere, i fattori ESG, nonché gli ormai capisaldi dell’investimento sostenibile e responsabile, occupano un ruolo centrale all’interno dell’attuale contesto economico e finanziario. La loro essenzialità è dovuta anche al fatto che si presentano in maniera tanto eterogenea e vasta all’interno delle stesse tre categorie E-S-G, da consentire ad ognuna di toccare un’infinità di argomenti, dai più generici ai più sottili e meno considerati.

Figura n° 1:

Ambientali	Sociali	Governance
Il modo in cui una società utilizza le risorse e l’energia, il modo in cui gestisce i rifiuti e le emissioni, così come i piani per il cambiamento climatico possono essere criteri ambientali importanti.	Il modo in cui una società tratta la propria forza lavoro, il modo in cui si occupa della salute e della sicurezza e il modo in cui si relaziona con le comunità locali in cui opera possono essere criteri sociali importanti.	La diversità all’interno di una società, l’etica aziendale, la struttura remunerativa dei dipendenti, l’indipendenza del consiglio di amministrazione e l’azionariato possono essere criteri di governance importanti.
 Energia	 Lavoro	 Etica
 Rifiuti	 Comunità	 Diversità
 Materiali	 Salute e sanità	 Azionariato

Fonte: Borsa italiana

### 1.1.1 Il Reporting ESG

Come è stato possibile osservare fino ad ora, l’introduzione della reportistica ESG oggi costituisce una delle chiavi di volta interne ad ogni singola organizzazione a livello mondiale. Questo è giustificato dal fatto che tutte queste attività, siano esse di carattere ambientale, sociale o di governance, permettono di amplificare notevolmente la resilienza, l’efficienza e, infine, il valore intrinseco di medio e lungo termine delle imprese, a prescindere dal settore di appartenenza.

Quando si parla di “reportistica” a livello aziendale ci si riferisce prevalentemente alla raccolta e alla successiva comunicazione di tutte quelle informazioni utili a delimitare il campo di azione delle aziende in tutti e tre gli ambiti E-S-G. In linea di principio, tali dati, una volta raccolti, devono essere ripuliti prima di essere messi a disposizione dei soggetti che ne hanno interesse e, questi, prevalentemente sono coloro che, credendo nell’attività di business, impiegano i loro capitali. In sintesi, quindi, si deduce che siano principalmente rivolti agli investitori.

All’interno di questi report, inoltre, è possibile ritrovare non solo informazioni di carattere qualitativo, quindi, ad esempio, le attività intraprese contro il cambiamento climatico piuttosto che quelle intraprese nell’ambito dell’inclusione o della governance, ma anche di carattere quantitativo, quindi, andando a definire dei veri e

propri KPI utili a tracciare un risultato concreto e significativo ponendo le basi per un futuro confronto che vada ad evidenziare eventuali avanzamenti nei risultati.

Con la divulgazione dei dati ambientali, sociali e di governance si è riusciti a mettere in luce l'importanza che in azienda detiene la trasparenza, non solo ai fini di una più limpida gestione generata da un controllo diretto dall'esterno, che ovviamente va a influenzarne la reputazione, ma anche perché in tale maniera ogni azienda nel suo piccolo può fungere da modello per le altre. In sostanza le azioni di ognuno rappresentano un potenziale beneficio a livello globale.

Da un punto di vista normativo, la reportistica ESG, specie a livello europeo, è stata al centro di numerosi dibattiti e regolamentazioni al fine di accelerarne la diffusione e la successiva adozione da parte delle organizzazioni. Più nel particolare, nel giugno del 2021, durante il G7, è stata preso l'impegno da parte dei Ministri delle finanze a far sì che la rendicontazione climatica venisse trasformata in un documento obbligatorio per tutte le imprese operanti negli Stati più avanzati dal punto di vista economico e, quindi, ci si riferisce all'Italia, alla Francia, alla Germania, al Canada, al Giappone, al Regno Unito e agli Stati Uniti.

Quanto appena affermato, inoltre, riprende anche le direttive della "Task force on Climate-related Financial Disclosures", nonché un organismo nato nel 2015 con la finalità di tenere sotto controllo la situazione climatica e al contempo promuovere la stabilità nel sistema finanziario, il tutto a livello mondiale.

Tuttavia, nonostante le lacune normative ancora presenti sull'argomento, un passo avanti di notevole importanza in tale contesto è stato svolto dal Parlamento dell'Unione Europea che ha dichiarato di adottare la CSRD, ovvero il "Corporate Sustainability reporting" e, quindi, il reporting di sostenibilità, rendendolo obbligatorio per tutte le imprese a partire dal 2024.

Ancora oggi però non si può parlare di standard globale per la reportistica ESG, infatti, questi si presentano in maniera alquanto varia sia in termini di contenuti qualitativi e quantitativi, sia in termini di periodicità delle pubblicazioni. Per l'appunto negli ultimi tempi si sta sempre più parlando della problematica derivante dalla "mancata standardizzazione" o "mancata armonia" sussistente tra i vari report forniti dalle aziende, che, sembra quasi scontato dire, non consentono un effettivo ed essenziale confronto tra i risultati delle aziende, anche all'interno di uno stesso Paese.

Alla luce di quanto appena affermato, quando si parla di reportistica ESG, questa può essere intesa ancora oggi come una vera e propria sfida a causa delle importanti differenze che sussistono tra innumerevoli fattori in tale ambito e tra questi ovviamente ci si riferisce in primis al quadro normativo di riferimento di ogni Paese e agli innumerevoli regimi di comunicazione che oggi vengono adoperati.

Tuttavia, sebbene si tratti di un documento ancora facoltativo in molti Paesi, negli ultimi tempi ci si sta impegnando sempre di più al fine di soddisfare la necessità di porre in essere un "benchmark ESG" univoco, ovvero una tabella di marcia che detti raccomandazioni, criteri e principi volti a guidare per filo e per segno la scrittura della rendicontazione dei fattori ambientali, sociali e di governance.

Negli ultimi tempi, in considerazione delle esigenze sempre più stringenti in tale ambito, l'International Sustainability Standards Board (ISSB) si sta preoccupando di progettare le basi per definire degli standard comuni e dei veri e propri requisiti su cui basare le analisi ESG e la successiva rendicontazione non finanziaria dell'azienda. È, infatti, importante che questi riescano a soddisfare le pretese degli investitori, che si dimostrano essere sempre più sensibili a queste aree tematiche. Più nel particolare, ciò su cui stanno lavorando è la creazione di principi simili a quelli contabili e, quindi, con una validità che supera il tempo e lo spazio.

Sono state già delineate le prime due bozze che faranno da guida per tutte le altre e queste sono:

- *L'Exposure Draft IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information*, nonché la prima bozza che determina in maniera generica i requisiti generali di reportistica di tutti i dati finanziari relativi agli aspetti ambientali, sociali e di governance che le aziende dovranno essere in grado di rispettare; all'interno, inoltre, è anche richiesta la mappatura di tutti i rischi e di tutte le opportunità che, in termini di sostenibilità, possono ricadere sull'organizzazione in questione.
- *L'Exposure Draft IFRS S2 Climate-related Disclosures*, ovvero la seconda bozza, questa è impostata sulla base della prima e definisce le regole da far rispettare alle aziende nel campo della divulgazione di tutti quei dati utili agli investitori al fine di valutare gli effettivi rischi e opportunità legati al tema specifico del clima che soccombono sull'azienda e sul suo valore.

La trasparenza da parte delle organizzazioni sulle tematiche ESG è diventata una questione di elevata importanza, non solo ai fini di un netto miglioramento della reputazione, dell'efficienza aziendale o dell'acquisizione di un maggiore valore sul mercato, ma anche e soprattutto in considerazione delle attuali esigenze che presenta la società in ognuno dei tre aspetti trattati.

### ***1.1.2 Focus sulla sfera ambientale***

La prima grande categoria degna di nota è quella che racchiude in sé tutte le tematiche inerenti alla sfera prettamente ambientale. Al suo interno si possono individuare un numero indefinibile di criteri volti ad esaminare l'impatto che un'azienda con le sue attività genera nei riguardi della Terra e di tutte le sue risorse. La principale finalità di tutti i criteri che si collocano all'interno di questo pilastro è quella di spronare le aziende, e in generale tutti coloro che portano avanti un business, ad adottare comportamenti sempre più rispettosi nei confronti di queste tematiche emergenti e, al contempo, anche quello di porgere un invito all'integrazione di un'imprenditoria che sempre più ingloba i valori di un'epoca improntata sull'esaltazione del Pianeta e della vita che vi risiede in tutte le sue sfumature.

La grande importanza che detiene questa macro-categoria è giustificata dalla situazione che attualmente si sta affrontando in termini di cambiamento climatico e conseguente degrado ambientale. Una delle maggiori

preoccupazioni è, infatti, legata agli effetti che nel lungo termine prenderanno forma a seguito del continuo aumento della temperatura che si sta verificando a livello globale. Attualmente diversi studi hanno captato delle evidenze che dimostrano che entro la fine di questo secolo si potrebbe parlare di un incremento del riscaldamento globale di un valore pari, in forma minima, a 5 gradi centigradi, nonché una situazione a dir poco catastrofica. In ragione di tali previsioni, al fine di salvaguardare gli ecosistemi, la biodiversità e la vita sulla terra, l'Europa ha accolto a braccia aperte una sfida molto complessa: raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Ciò sta a significare che si è posta come obiettivo quello di diventare il primo continente sulla Terra con un impatto climatico nullo, azzerando il livello di emissioni di CO2 e contribuendo al contempo all'abbandono dei combustibili fossili e alla realizzazione di un netto efficientamento dell'utilizzo dell'energia.

Nel 2019, alla luce delle innumerevoli "politiche green" che l'Europa si è impegnata a delineare con un filtro ambientale, è stato presentato per la prima volta un Patto, chiamato "Patto verde europeo" o "Green Deal", contenente una serie di obiettivi complessi e di vasta gamma. Primo fra tutti vi è quello di porre le basi per l'avvio di uno "sviluppo sostenibile", al fine di far transitare l'economia europea in un circolo più pulito e trasparente mediante l'attuazione di un piano di investimenti ricco e attento alle tematiche che meritano più attenzione. Un altro obiettivo è quello che vede come protagonista la riduzione del 55% delle emissioni di gas serra entro il 2030; per questo obiettivo nel 2020 è stata emanata una legge apposita che prevede non solo una diminuzione della CO2 adoperata, ma anche una serie di raccomandazioni circa l'utilizzo del suolo e dell'energia. Un altro importante tema che è anche stato affrontato è quello che riguarda un'iniziale integrazione dei valori dell'economia circolare che portino, in un momento successivo ma sempre prossimo, alla creazione di una vera e propria economia fondata sui principi delle 4 R: riduzione, riutilizzo, riciclo e recupero. Per concludere, tramite il Green Deal, si vuole anche arrivare ad ottenere un'energia, oltre che più pulita, anche più economica e 100% sostenibile.

La trasparenza sulla tematica ambientale oggi costituisce una regola ed è essenziale che sussista non solo per tutti coloro che entrano in contatto con il business, ma anche per coloro che credendoci vi investono del denaro. Inoltre, non bisogna dimenticare l'importanza che detiene la sostenibilità da un punto di vista green all'interno del tema dell'immagine pubblica, oggi molto influenzata da tali aspetti. Proprio per questa ragione, negli ultimi tempi si sta diffondendo sempre di più un fenomeno definito "Greenwashing"<sup>6</sup>. Questo ultimo, che vedremo più approfonditamente nei successivi paragrafi, costituisce un'attività di puro marketing che si verifica quando le organizzazioni pongono in essere pratiche commerciali con sfondo green esclusivamente per ottenere un ritorno in termini di incremento della reputazione. Si tratta di azioni poste in essere in mala fede per ingannare i consumatori su comportamenti per nulla rispettosi dell'ambiente.

---

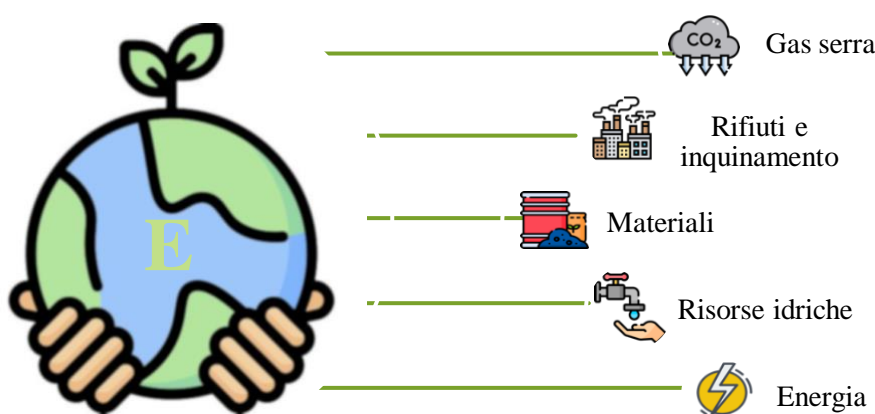
<sup>6</sup> Neologismo inglese che comparve per la prima volta nel 1986 in un contesto alberghiero e deriva dalla sincretismo di due termini: green, ovvero verde e, quindi il colore simbolo dell'ambientalismo, e washing, ovvero lavare che, invece, sta ad indicare un qualcosa che si vuole coprire o nascondere.

Al fine di evitare queste problematiche le autorità di regolamentazione negli ultimi tempi stanno diventando sempre più attente a limitare il verificarsi di questi episodi e, proprio per questo, indagano su come le aziende riducono o addirittura eliminano il proprio impatto ambientale.

Le verifiche prevalentemente vertono sulle aree più rischiose e delicate come:

- Emissioni di gas serra: tema oggi centrale a causa dei grandi rischi per il Pianeta e per i suoi ecosistemi poiché fonte principale dell'attuale cambiamento climatico, della desertificazione delle regioni tropicali, dello scioglimento dei ghiacciai, della perdita della biodiversità e, infine, dei fenomeni meteorologici intensi;
- Energia consumata: questo tema rappresenta un buon punto di partenza per l'avvio di un piano di decarbonizzazione delle aziende, infatti, si invita principalmente ad un efficientamento energetico mediante la transizione verso fonti di energia rinnovabile che automaticamente dovrebbero anche far ottenere vantaggi in termini di riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>.
- Generazione dei rifiuti e dell'inquinamento: ogni tipologia di organizzazione genera tipologie diverse di rifiuti, dai più innocui ai più nocivi, e proprio per questo, è fondamentale che vengano trattati in maniera idonea mediante appositi meccanismi precauzionali al fine di limitare e contenere la diffusione dell'inquinamento, specie di quello atmosferico;
- Materiali adoperati: le innovazioni oggigiorno hanno dato la possibilità di introdurre nei sistemi operativi materiali maggiormente rispettosi dell'ambiente, consentendo, quindi, di abbandonare quelli che si presentano come nocivi e dannosi;
- Utilizzo delle risorse idriche: quest'area, anch'essa molto attenzionata a causa dell'emergenza siccità, evidenzia l'urgenza all'utilizzo parsimonioso delle risorse idriche e invita contestualmente ad un uso responsabile.

Figura n° 2



Fonte: Elaborazione personale a cura dell'autore



Queste costituiscono solo alcune delle aree su cui oggi ci si focalizza per analizzare l'impatto di un'organizzazione dal punto di vista ambientale e, inoltre, si prevede che gli standard di rendicontazione che verranno adoperati in tale ambito obbligheranno le aziende a diventare sempre più rigorose su tali tematiche, facendo sì che un domani non si limiterà il proprio impatto ambientale poiché controllati, ma perchè ormai essenza di un comportamento naturale.

### ***1.1.3 Focus sulla sfera sociale***

Il pilastro sociale sito all'interno dei fattori ESG racchiude in sé un gran numero di aree tematiche, ognuna essenziale in tutte le sue componenti. Prevalentemente le questioni attorno a cui girano tutti gli elementi che si collocano in quest'area riguardano: la gestione della forza lavoro e le relazioni che si instaurano con essa, la messa a punto di politiche volte a porre in essere un impatto positivo sulla società circostante e, in generale, la definizione di un insieme di principi finalizzati a far evolvere l'ambiente politico di riferimento. Tutte queste tematiche appena citate hanno acquisito negli ultimi tempi una posizione centrale nel contesto imprenditoriale e aziendale. Le imprese, infatti, alla luce del progressivo processo di globalizzazione, sono invitate alla cosiddetta "auto-responsabilizzazione", nonché un'attività che prevede la graduale e al contempo consistente integrazione delle preoccupazioni di carattere non solo ambientale, ma anche, e in particolar modo, sociale.

È proprio qui che entra in gioco la fatidica "Responsabilità sociale d'impresa" o "Corporate Social Responsibility", nonché quell'insieme di attività poste in essere da aziende di una qualsiasi dimensione al fine di intervenire proattivamente sulle problematiche di carattere sociale e di definire al contempo soluzioni benefiche nei confronti della comunità interna ed esterna alle aziende stesse.

Anche l'Unione Europea si è espressa su tale tema e all'interno del Libro Verde del 2001, in un primo momento, ha definito la CSR come:

*“L'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate.”*

Questa definizione, accolta ampiamente, è stata rimpiazzata dieci anni dopo, ovvero nel 2011, da un'altra più sintetica e diretta che l'ha definito come:

*“La responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società.”*

È possibile affermare, quindi, che negli ultimi tempi l'area sociale degli ESG ha acquisito una posizione sempre più centrale, ampliando notevolmente anche la portata di tematiche che vi possono rientrare. In tal senso si pone sempre di più l'accento sulle questioni riguardanti i diritti umani, l'etica aziendale, la gestione della catena di fornitura e, infine, la "Diversity & Inclusion", nonché la diversità e l'inclusione insieme alle modalità con cui esse vengono gestite.

Ciò che spinge le organizzazioni ad inglobare i suddetti elementi di carattere sociale lo si può ricollegare al fatto che le aziende che eccellono in tale ambito riescono ad acquisire con maggiore facilità la fiducia da parte dei propri investitori, poiché dimostrano di aver compreso l'essenzialità delle persone all'interno di un business.

L'area social dei criteri ESG, quindi, racchiude un insieme omogeneo di tematiche e, più nel particolare, quelle che vengono maggiormente tenute sott'occhio perché definite più "sensibili" sono:

- Le relazioni aziendali: queste, a prescindere che siano riferite a quelle con i dipendenti, con i consumatori e con i fornitori, sono tutte essenziali dal momento che avere degli stakeholder soddisfatti vuol dire avere maggior valore da condividere in azienda;
- Le relazioni con la comunità: questa tipologia è anch'essa molto importante, perché si va ad indagare l'impatto, sia esso positivo o negativo, che l'organizzazione riesce a realizzare nei confronti della comunità circostante;
- L'uguaglianza di genere, la diversità e l'inclusione: questi valori negli ultimi tempi sono stati posti al centro di molte attività di business sia perché costituiscono dei principi preziosi per restituire all'umanità una realtà equa e flessibile sia perché stimolano la motivazione dei migliori talenti;
- I diritti umani: questo aspetto, ovviamente di carattere critico, è ampiamente tenuto in considerazione nelle fasi di valutazione e, proprio in ragione dell'importanza che detiene, è blindata da innumerevoli principi come quelli guida promulgati dalle Nazioni Unite "su imprese e diritti umani";
- Le relazioni politiche: queste costituiscono le tipologie di relazioni pubbliche maggiormente identificabili nell'area sociale e ciò porta le aziende ad intraprendere un percorso di carattere politico al fine di rispondere alle pressioni che tali criteri generano;
- La gestione della catena di fornitura: questa attività comporta un numero elevato di rischi e, proprio per questo motivo, negli ultimi tempi ha acquisito sempre più rilevanza, specie nelle organizzazioni di maggiori dimensioni la cui complessità è molto elevata.

Figura n° 3



Fonte: Elaborazione personale a cura dell'autore

Oggi, quindi, non solo gli investitori, ma anche e soprattutto i clienti tengono sempre più in considerazione le sopracitate tematiche di carattere sociale poiché strettamente connesse ai livelli di responsabilità sociale che un'organizzazione pone in essere. Anche in questo caso l'obiettivo finale è quello di fare in modo che il comportamento sostenibile da un punto di vista sociale divenga un'espressione del tutto naturale dell'azione di un'azienda e non un mero esequimento di atteggiamenti raccomandati.

#### *1.1.4 Focus sulla sfera della governance*

Il terzo e ultimo pilastro da trattare è quello della governance. Questo fattore spesso viene considerato come meno importante rispetto a quello ambientale o sociale, poiché definite questioni più urgenti e, quindi, da trattarsi con maggiore priorità. Tuttavia, negli ultimi tempi le tematiche che vi rientrano si sono ampliate notevolmente e tra queste è possibile trovare, ad esempio, quelle dell'eticità e dei valori dell'azienda, quelli che trattano la diversity all'interno dei consigli di amministrazione oppure, infine, quelli che trattano una componente essenziale interna all'azienda ovvero la compensation dei dipendenti e, in particolar modo, quella dei dirigenti.

Molti studi, oltre l'evidenza, hanno dimostrato proprio come per coloro che investono in un business sia di fondamentale importanza la forza di tale pilastro, poiché a questo fa da cornice la garanzia di una elevata trasparenza intrinseca di tutte quelle operazioni che avvengono in un'organizzazione, siano esse contabili che non contabili. Dare elevato rilievo all'eticità in azienda, oltre che generare un innalzamento della redditività e dell'efficienza, consente il mantenimento di un'elevata e costante fiducia da parte di tutti coloro che apportano capitali e, in generale, di tutti coloro che possono definirsi "portatori di interessi". Spesso, infatti, quando si tratta tale pilastro, ci si riferisce alla cosiddetta "diplomazia silenziosa", nonché quella diplomazia che si traduce nella volontà di porre in essere degli incontri tra i vertici dell'azienda per assicurare la migliore gestione possibile sotto tutti i fronti.

In tale contesto, a livello europeo è intervenuto il Parlamento con una prima direttiva, la 2007/36/CE, al fine di enfatizzare alcuni dei diritti che gli azionisti in azienda possiedono all'interno delle società quotate; a tale disposizione se ne aggiunse una seconda chiamata Direttiva Shareholder's right II (Direttiva UE 2017/828), creata con il mero scopo di andare a modificare la precedente per porre l'accento sull'importanza dell'impegno che nel lungo termine detengono i medesimi azionisti. In generale, è possibile affermare che l'obiettivo comunitario è quello di restituire o creare forza e armonia all'interno della corporate governance, cercando di spronare una partecipazione proattiva e interessata da parte di tutta la categoria degli shareholder all'interno delle organizzazioni cui partecipano.

Come già anticipato in precedenza, il reporting a livello di governance oggi si presenta in maniera molto ricca, poiché ha come protagoniste un numero considerevole di tematiche, ognuna riguardante una specifica area della governance che necessita di una gestione etica e sana.

Tra le varie aree è possibile citare quelle che spiccano per importanza in termini di priorità:

- Eticità della gestione e valori aziendali: alla base della creazione di una buona e solida governance è necessario che vi sia non solo una forte eticità intrinseca nei comportamenti di tutti i soggetti che popolano un'azienda, ma anche e soprattutto, una buona dose di valori come quelli di uguaglianza, inclusione, chiarezza e conformità alle leggi, che garantiscano una longeva prosperità all'organizzazione in tutte le sue componenti;
- Diversity interna al consiglio di amministrazione: oggi la diversity è uno dei temi più ricorrenti all'interno di un'organizzazione e ciò che giustifica tale importanza non è solo l'elevato livello di innovazione che esso apporta, ma anche la facilità con cui, facendo leva su tale fattore, si riesce ad ottenere un miglior coinvolgimento dei dipendenti, un innalzamento della qualità e della quantità delle competenze e, infine, una maggiore facilità nell'attrarre soggetti più talentuosi; inoltre, è anche importante citare ulteriori risultati evidenziati da diversi studiosi i quali fanno dipendere direttamente dall'elevato grado di diversità all'interno del consiglio la maggiore resilienza a livello organizzativo e l'aumento del livello di sostenibilità delle prestazioni finanziarie di breve, medio e lungo termine;
- Compensation a livello dirigenziale (vertice aziendale): negli ultimi tempi sempre più aziende si stanno rendendo conto dell'importanza e dell'essenzialità che i risultati nel campo della performance sostenibile stanno acquisendo e, proprio per questo motivo, per incentivare il rispetto dei criteri ESG, si sta sempre di più ricorrendo a sistemi di remunerazione che collegano una quota della compensazione riconosciuta ai CEO ai risultati ottenuti dall'azienda in termini ambientali, sociali e di governance;
- Trasparenza nell'operatività della governance: in tale contesto ci si riferisce, oltre che alla scontata limpidezza delle attività operative svolte a livello di corporate governance, anche alla trasparenza che deve appartenere alle lobby aziendali create principalmente con finalità benefiche in termini di impatti a livello ambientale e sociale.

Figura n° 4



Fonte: Elaborazione personale a cura dell'autore

Per concludere, è possibile affermare che la gran parte delle aree che sono racchiuse all'interno del pilastro della governance siano già molto conosciute e attenzionate dalle organizzazioni. Tuttavia, spesso non basta che siano note, ma esse devono essere sempre tenute sotto controllo al fine di ridurre, se non eliminare, la possibilità che si verifichino i rischi e le non indifferenti insidie che possono incombere a causa dell'assenza di una sana ed etica corporate governance.

## 1.2 L'impatto sulle aziende a seguito dell'incorporazione dei principi ESG

Come è stato già possibile vedere lungo il corso di questo elaborato, l'incorporazione dei fattori ESG da parte delle aziende costituisce un dovere nei confronti della società e dell'ambiente circostante. Ciò a cui assistiamo oggi, a partire dal riscaldamento globale, per approdare all'aumento vertiginoso della disoccupazione, costituiscono solo dei principi di crisi che, se non mitigati o attenuati mediante azioni concrete e di massa, prenderanno una piega peggiore e, soprattutto priva di via d'uscita.

Quando un'azienda fa propri i principi ESG, di conseguenza, cambia le proprie priorità e, in via automatica, ingloba indistintamente gli obiettivi che oggi guidano tutte quelle attività sensibili verso le tematiche ambientali, sociali e di governance. Tra i goal appena citati, che a loro volta sono strettamente ricollegati con quelli proposti dalle Nazioni Unite all'interno dell'Agenda 2030, è possibile elencarne i tre principali che spiccano per importanza e genericità; questi sono:

1. La volontà di far fluire i flussi finanziari aziendali verso investimenti che possono definirsi sostenibili a 360 gradi, poiché privi di effetti negativi o ricadute sulla sfera ambientale, sociale o di governance;
2. La volontà di gestire in maniera proattiva ed efficace i rischi di carattere finanziario ricollegabili direttamente alle problematiche del cambiamento climatico;

3. La volontà di ottenere la massima limpidezza verso l'esterno sulle proprie attività, incoraggiando al contempo la messa a punto di azioni che risaltino la sensibilità nei confronti delle tematiche ESG e di tutte le varie sottocategorie che ne fanno parte.

Sembra quasi scontato dire che le aziende, al fine di incorporare i pilastri propri dell'ESG, abbiano dovuto porre in essere accurati cambiamenti a livello organizzativo e, ovviamente, anche a livello di formazione in azienda. Più nel particolare, molte organizzazioni, per potersi realmente allineare con quelle che sono oggi le esigenze proposte a livello internazionale, oltre a doversi dotare di un numero di manager maggiori con competenze specifiche in varie aree, come quelle dell'energia o della diversità, hanno anche dovuto implementare e rafforzare i propri sistemi di innovazione. Questi ultimi, infatti, consentono una maggiore dinamicità in azienda, oltre che una migliore gestione delle attività da un punto di vista funzionale.

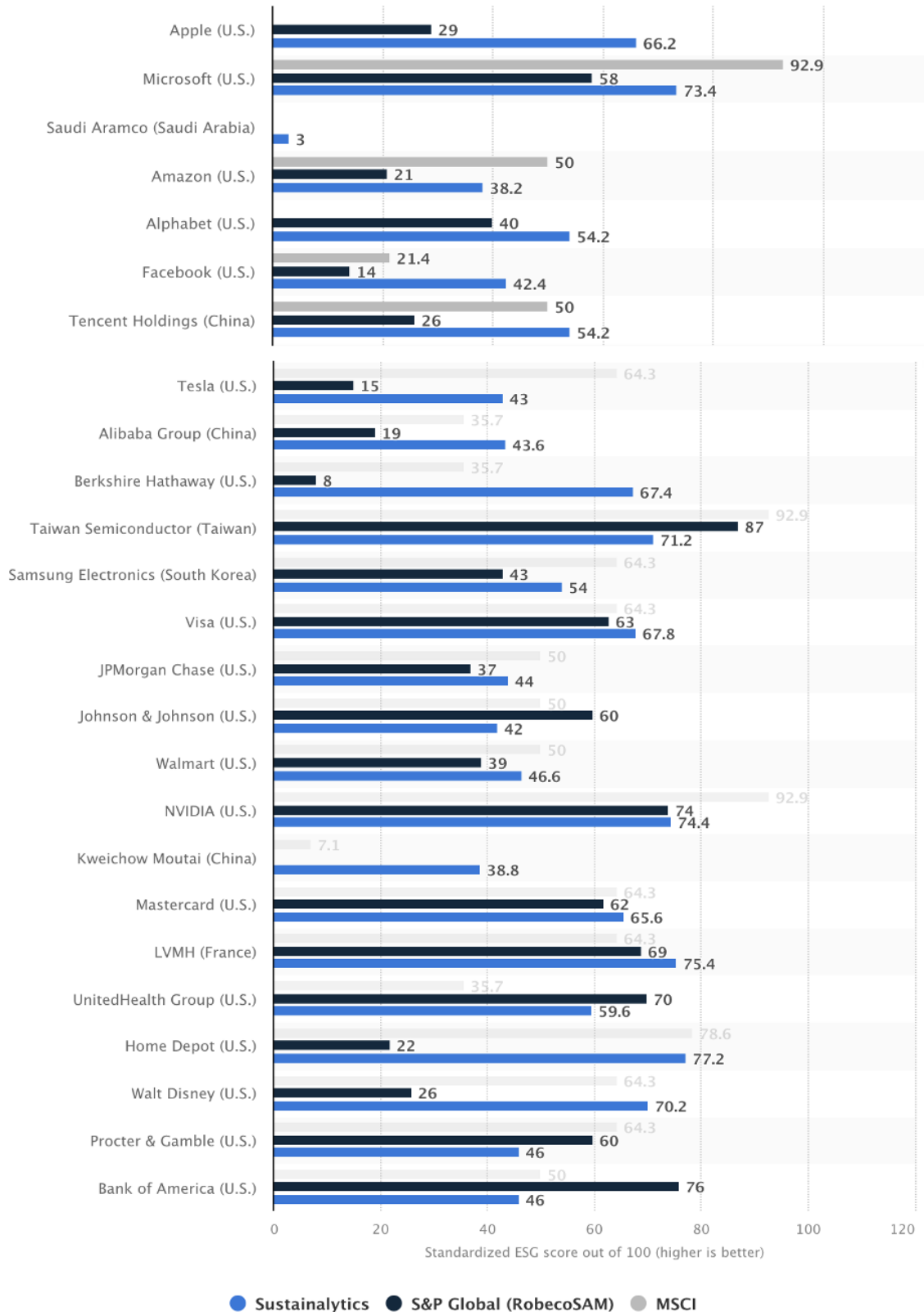
Gli impatti che seguono l'incorporazione di questi principi, tuttavia, non riguardano esclusivamente la composizione interna dell'azienda o la gestione prettamente operativa, poiché molti studi hanno evidenziato come vi siano influenze di non poco conto negli ambiti dei finanziamenti, della ricerca di nuovi investitori, della motivazione dei dipendenti aziendali e sulla loro operatività e, infine, nel contesto dell'acquisizione di una migliore o peggiore reputazione all'interno del mercato di riferimento.

Negli ultimi tempi, inoltre, numerosi studiosi si sono concentrati sulle correlazioni che sussistono tra la realizzazione di una pura e sana divulgazione degli impatti ESG e le performance dell'azienda, siano esse finanziarie, economiche o di mercato. Tuttavia, la letteratura non presenta risultati univoci sul tema, poiché se da un lato diverse ricerche hanno dimostrato una relazione positiva tra le varie performance e la divulgazione, altre ne hanno negato l'evidenza o, addirittura, ne hanno evidenziato la neutralità.

Oggi giorno le più grandi aziende del mondo adottano i criteri ESG e ognuno di questi pilastri viene trattato in maniera uguale rispetto all'altro. Inoltre, questa incorporazione graduale da parte dei colossi ha permesso di dare il via ad una trasformazione cognitiva di massa, per cui le aziende la vedono ormai come un vero e proprio percorso obbligato per poter rientrare all'interno di un cluster di aziende che abbracciano quelle che sono le volontà della gran parte dei consumatori a livello globale.

Statista nel 2021 ha svolto uno studio molto interessante su un gruppo di 26 aziende, ognuna leader nel proprio settore, e sui loro punteggi ESG. Ciò che rende tale studio particolare è il fatto che contestualmente ad un'analisi dell'andamento dei fattori ambientali, sociali e di governance di queste imprese, è stato anche proposto un confronto tra i punteggi delineati dai diversi fornitori dei report e, più nel particolare, qui prende in esame: Sustainalytics, S&P Globale e MSCI.

Figura n° 5



Fonte: Statista

Ovviamente, l'introduzione in azienda di sistemi che vadano a implementare attività ESG necessita di un impegno considerevole, soprattutto in termini di investimenti iniziali che vengono richiesti. A prescindere da quanto appena detto, è risaputo che ciò a cui guardano le organizzazioni e, quindi, ciò che le spinge ad

effettuare tali investimenti è la creazione di valore nel lungo periodo. Di conseguenza, è possibile affermare che ciò che maggiormente giustifica il compimento di tali impieghi su queste attività è l'ottenimento di benefici sotto vari aspetti e, più nel particolare, non si tratta più di benefici intrinseci alla singola azienda, ma di benefici da condividere e apprezzare con l'intera collettività.

### *1.2.1 I benefici a breve e lungo termine*

Oggigiorno le aziende prendono la decisione di incorporare i pilastri ambientali, sociali e di governance sia per ragioni legate alla volontà di allinearsi alle attuali esigenze derivanti dalle crisi che colpiscono la società, sia perché entrano in gioco tanti fattori che spronano a inglobare tali preoccupazioni. Su tale questione sono stati svolti numerosi studi e tra questi spicca, ad esempio, quello di McKinsey, che si è preoccupato di analizzare attentamente le cinque vie principali tramite cui l'ESG riesce a creare valore in azienda.

Questo studio, svolto nel 2019, aveva come obiettivo quello di esaltare gli aspetti positivi della divulgazione di queste informazioni, tuttavia, si è tenuto molto largo nelle assunzioni che realizza e, inoltre, ha posto l'accento sul fatto che ciò che verrà esposto detiene una maggiore probabilità di verifica in specifici settori con determinate peculiarità e in precise aree geografiche.

Le cinque vie di crescita interna di un'azienda che vengono esplorate in questo studio sono:

1. La crescita del fatturato: questo miglioramento è generato, da un lato dal fatto che l'ESG oggi guida le preferenze dei consumatori, infatti, è assodato che le aziende che oggi si mostrano ecologiche all'esterno attirino una maggiore clientela, la quale è anche disposta a pagare una cifra più alta per il prodotto o servizio che viene offerto; inoltre, essere sostenibili fa anche ottenere un più agevolato accesso alle risorse e ai capitali facendo al contempo instaurare relazioni durature e forti con la comunità locale e il governo.
2. La riduzione dei costi: questa questione è stata notata da molti studiosi e ci si è resi conto di come la divulgazione ESG sia in grado di limitare le spese legate alle materie prime, al consumo dell'acqua o dell'energia, proprio perché si vanno a limitare tali utilizzi e a promuovere una maggiore efficienza interna di tutte queste risorse.
3. La riduzione degli interventi legali e normativi: questo costituisce un altro fattore importante poiché, essendo l'ESG fautore di un allentamento della pressione legislativa, si riuscirebbe a ridurre il rischio che incombe sulle aziende nell'andare incontro ad azioni governative avverse.
4. L'aumento della produttività dei dipendenti: le aziende che presentano una imponente proposta ESG e che, quindi, contestualmente prestano una grande attenzione verso i propri dipendenti trattandoli come elementi preziosi dell'organizzazione per la creazione di valore, riescono sicuramente ad attrarre e trattenere i talenti migliori; inoltre, adottando tali pratiche riescono anche a stimolare una maggiore produttività da parte degli stessi i quali nello svolgere il lavoro mettono più entusiasmo in cambio di altrettante soddisfazioni.



5. L'ottimizzazione degli investimenti: la trasparenza delle iniziative ESG nell'ambito degli investimenti genera opportunità molto consistenti; basti pensare, infatti, al netto miglioramento che si registra nel ritorno sugli impieghi generato da una più efficiente allocazione del capitale impiegato nel lungo termine, dal momento che si fa in modo di evitare il finanziamento di attività che possano creare problemi nel tempo a causa della loro "non sostenibilità".

Tuttavia, questi sono solo alcuni dei benefici che possono essere ricollegati all'introduzione della reportistica ESG in azienda e, più nello specifico, nel suo core-business. In realtà, infatti, se ne possono evidenziare molti altri che riguardano l'organizzazione nel suo complesso. Tra questi, oltre al generico miglioramento del proprio impatto sulla società e sull'ambiente, è essenziale citare:

- Il miglioramento dell'immagine aziendale;
- L'aumento della consapevolezza dei rischi finanziari (e non) grazie ad un'adeguata mappatura degli stessi;
- La condivisione dei programmi ambientali e sociali tra più aziende che consente loro di potersi alimentare a vicenda in tali iniziative intraprese fungendo ognuna da modello per le altre;
- Lo sviluppo di una catena di approvvigionamento e di una filiera del tutto responsabili, sostenibili ed etici;
- L'accesso agevolato al mercato creditizio grazie ad una maggiore credibilità della responsabilità del business posto in essere;
- L'accesso agevolato alle gare adibite dalla Pubblica Amministrazione;
- L'inserimento in un mercato distinto dagli altri per la sostenibilità che contraddistingue l'attività;
- L'avvio di un percorso di coinvolgimento proattivo dei soggetti portatori di interessi dell'azienda;
- L'aumento dell'innovazione di processo, di prodotto o servizio dell'azienda in linea con le regole della responsabilità sociale d'impresa.

Alla luce di quanto affermato fino ad ora, è possibile notare come oggi il legame che sussiste tra la divulgazione ESG e la creazione del valore si presenti in maniera estremamente solida e significativa. Ciò è possibile dedurlo non solo grazie agli innumerevoli studi che sono stati realizzati e che continuano ad essere realizzati al riguardo, ma anche, e soprattutto, grazie alle evidenze che negli ultimi tempi hanno dimostrato proprio come il cambiamento da parte di una singola azienda riesca ad innescare una reazione a catena che spinge tutte le altre organizzazioni a non rimanere indietro, ma anzi a muoversi più velocemente per ottenere la nomea di "First Mover"<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Questo termine inglese sta ad indicare quelle organizzazioni che entrano per prime all'interno di un mercato con un'offerta del tutto nuova ed originale. Le aziende che si aggiudicano tale nomea potranno godere sicuramente di vantaggi in termini competitivi all'interno del luogo in cui si collocano e, più nel particolare, si tratta di una tipologia particolare di vantaggi che vengono definiti come "First Mover Advantages".

### ***1.2.2 Le insidie intrinseche della trasparenza ESG***

Una volta analizzati approfonditamente tutti i benefici che derivano dall'introduzione in azienda di un momento di divulgazione di tutte le informazioni ambientali, sociali e di governance, è essenziale bilanciare la questione prendendo in considerazione anche i rischi che essa stessa può comportare.

Innanzitutto, il primo fattore da considerare è la prontezza da un punto di vista operativo del management, del personale e di tutti coloro che si interfacciano con l'azienda nel far avvenire una transizione di importante consistenza in termini di modelli di gestione, produttivi e organizzativi. Un ulteriore cambiamento che è degno di essere evidenziato è quello dell'identità aziendale, poiché, incorporando i pilastri ESG e tutto ciò che comporta, l'azienda cambia totalmente volto e trasforma le proprie priorità, dando, ovviamente, un peso maggiore a tutto ciò che concerne le attività sensibili nell'ambito ambientale, sociale e di governance.

Inoltre, da un punto di vista del consumatore, e, quindi, di un soggetto esterno all'azienda ma comunque con un interesse, ciò che immediatamente sarà tangibile è il prodotto o servizio stesso che l'azienda si propone di offrire. È, ovviamente, importante che il nuovo prodotto o servizio sia percepito in maniera superiore rispetto a quello precedente, al fine che possa non solo riconquistare la clientela precedente ma anche ampliarne la platea.

Tuttavia, una delle più grandi insidie derivanti dalla trasparenza delle informazioni in campo ESG è l'incombere del già citato fenomeno del "Greenwashing", anche chiamato "ecologismo di facciata". È di fondamentale importanza far presente che non tutte le aziende che si dicono "trasparenti" principalmente sotto il punto di vista ambientale, in realtà lo sono. Infatti, proprio per questo motivo, bisogna sapersi distinguere per la chiarezza e la limpidezza delle proprie attività.

Questa questione nasce nel momento in cui un'organizzazione pubblica o privata adotta strategie di comunicazione volte ad ingannare i soggetti con cui si interfaccia per amplificare la propria reputazione ed immagine. Ciò su cui solitamente si imbroglia o semplicemente si intensifica l'impegno esclusivamente sulla carta, sono gli aspetti di carattere ambientale e negli ultimi tempi può anche essere ricollegata al fattore sociale. Questa mossa è posta in essere, oltre che per acquisire uno sfondo ecosostenibile, anche e soprattutto per distogliere l'attenzione su alcune attività poste in essere dall'azienda con profondi impatti negativi e che si presentano come assolutamente non conformi alle regole e ai principi della sostenibilità.

I modi con cui un'azienda può sfociare nel greenwashing sono diversi, ma principalmente si verifica quando nella campagna promozionale o nel momento dell'esposizione di un prodotto o servizio si va ad adoperare un linguaggio vago e approssimativo o, al contrario, un linguaggio molto tecnico da rendere difficile la comprensione o, ancora, quando si utilizzano immagini suggestive per i colori che le contraddistinguono; in questi casi si può parlare di un vero e proprio inganno nei confronti dei propri clienti, i quali, alla luce delle proprie sensazioni sull'offerta saranno spinti all'acquisto.

Bisogna tuttavia riconoscere che nel 2014, alla luce dell'ampia diffusione di comunicazione ingannevole in più contesti, è stato introdotto l'articolo 12 nel Codice di Autodisciplina della comunicazione commerciale<sup>8</sup>, al fine di attribuire all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato il ruolo di vigilante con la funzione di ridurre la possibilità che i consumatori possano inciampare in pubblicità illusorie.

Per concludere, è possibile affermare che ognuna di queste insidie può essere del tutto emarginata mediante una buona gestione e graduale integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance, senza commettere errori spinti dalla voglia di prendere le cosiddette "scorciatoie" per arrivare prima al traguardo, poiché altro non sono che elementi di disturbo che inevitabilmente non conducono l'azienda nella retta via.

### ***1.2.3 ESG come "fenomeno rialzista" ai tempi del Covid-19***

Quando si parla dei fattori ESG, oggi, è essenziale anche fare un accenno ai loro sostanziosi cambiamenti verificatisi a seguito della crisi sanitaria del 2020, ovvero a seguito della diffusione del Covid-19.

La pandemia ha generato dei cambiamenti non quantificabili all'interno delle comunità e dei mercati a livello mondiale. Questa crisi, inoltre, ha anche generato un'alterazione dei valori della società attuale e, in ragione di quanto appena detto, un effetto di notevole importanza che si è registrato e che merita di essere menzionato è quello sugli investimenti ESG. Questi sono degli investimenti che rientrano all'interno di una categoria definita "più coscienziosa", e tale denominazione gli è stata attribuita alla luce delle considerazioni di carattere ambientale, sociale e di governance che precedono l'avvio di una qualsiasi attività.

Di conseguenza, alla luce delle evidenze predisposte da diverse ricerche empiriche nell'ambito, è stato possibile affermare che a seguito di questo "periodo buio" si è riusciti a stabilire da parte delle aziende una maggiore attenzione nei confronti delle tematiche sostenibili e, quindi, ad accelerare il trend verso gli investimenti nell'ambito E-S-G.

*"Il rimbalzo nella società civile è stato impressionante, con un aumento del volontariato, della coesione sociale, del sostegno della comunità e dell'attenzione al bene pubblico rispetto alle libertà private (...) la crisi del Covid-19 sta accelerando la tendenza agli investimenti ESG"<sup>9</sup>.*

Quanto appena menzionato è una citazione di JPMorgan in una recente intervista rilasciata a favore dei propri clienti e, inoltre, in un loro studio recente è stato anche dimostrato che i fondi sostenibili, nonostante siano presenti sul mercato da decenni, hanno raggiunto il picco solo a seguito di questa crisi, registrando dei livelli di liquidità inauditi e delle performance al di sopra della norma.

---

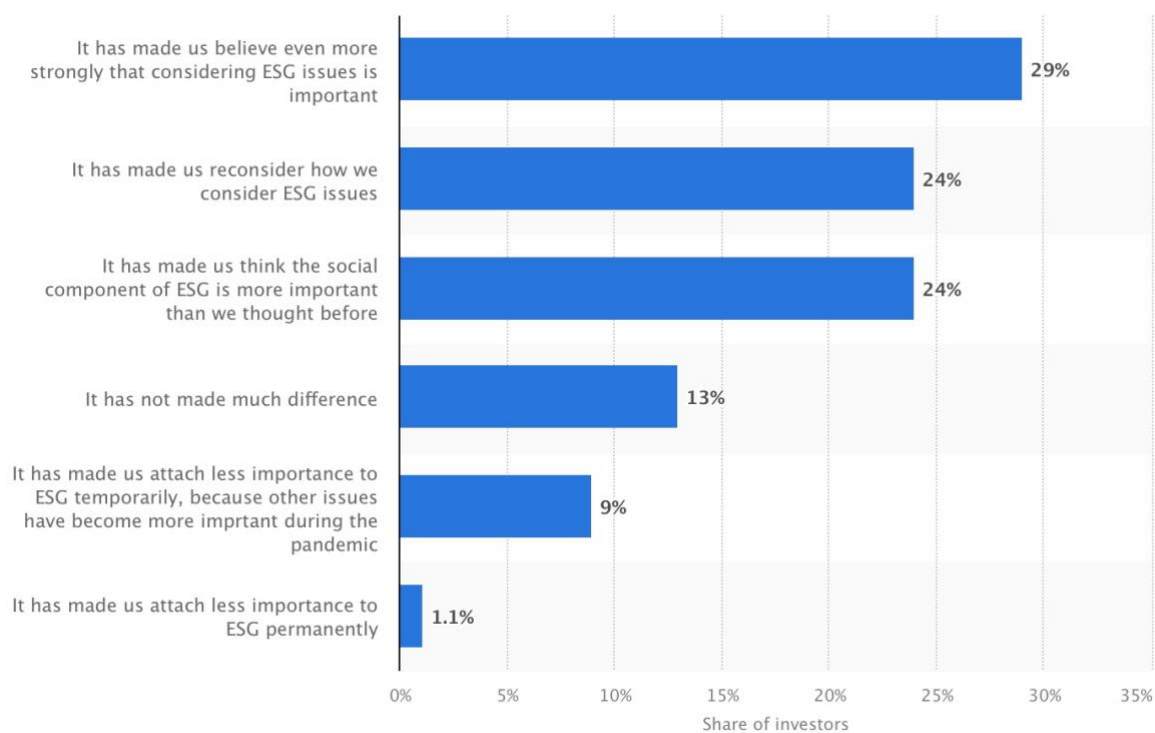
<sup>8</sup> Il Codice di Autodisciplina ha come principale finalità quella di garantire la comunicazione commerciale come servizio pubblico, in ragione della funzione essenziale che svolge nel processo economico e nell'ambito dell'influenza sui consumatori.

<sup>9</sup> JPMorgan in una nota ai clienti.

Riguardo tale aspetto sono stati svolti numerosi studi e, più nel particolare, una ricerca molto importante è quella svolta da Statista nel corso del 2022. Le evidenze che sono risultate dalla realizzazione dello studio appena citato sono abbastanza interessanti e mostrano come vi sia un pensiero comune circa gli impatti che il Covid ha generato sulla sostenibilità in generale. Statista per arrivare alle sue conclusioni ha proposto una survey rivolta ad un pubblico di 100 partecipanti e le risposte ottenute sono raggruppabili all'interno di sei differenti categorie; la suddivisione di queste con le relative percentuali di risposta è stata:

- Il 29% del cluster ha dichiarato che la pandemia è riuscita a generare un maggiore interesse nei confronti delle tematiche ESG in azienda e dei relativi investimenti;
- Il 24% ha dichiarato il proprio cambio di interesse in positivo nei confronti della sostenibilità e di tutto ciò che da essa deriva;
- Il 24% ha dichiarato di aver posto una maggiore attenzione sugli ESG e, più nel particolare, sull'aspetto sostenibile;
- Il 13% ha dichiarato un'indifferenza nei confronti di queste aree tematiche, definendo il Covid-19 come un fenomeno neutrale;
- Il 9% ha definito gli investimenti ESG come una distrazione in un periodo in cui vi sono state problematiche molto più grandi da affrontare;
- L'1,1% ha affermato un totale disinteresse nei confronti di queste tematiche

*Figura n° 6*



*Fonte: Statista*

Per concludere, come è stato possibile constatare lungo il corso di tale capitolo, molti studiosi hanno affermato come questi investimenti con sfondo sostenibile siano un fenomeno molto peculiare per gli effetti che genera. A dimostrazione di ciò basti solo pensare a come, in un momento di crisi come quello passato durante la pandemia, siano riusciti a farsi ampiamente spazio fino ad arrivare ad essere definiti come dei veri e propri “fenomeni di mercato rialzista”. Inoltre, le evidenze hanno fatto notare come le aziende che erano già fortemente integrate con il mondo della sostenibilità siano riuscite a resistere alla tempesta con una maggiore forza rispetto alle altre, che, invece, si presentavano indietro sotto il punto di vista dei principi ESG incorporati.

### ***1.3 Confronto tra le teorie a supporto e avverse agli investimenti ESG***

Nell’analizzare la divulgazione ESG, la sua integrazione in azienda e gli effetti che essa stessa genera, è essenziale realizzare dei cenni teorici ricostruendone un vero e proprio framework letterario, al fine di captare non solo come nel tempo questi fattori siano stati percepiti, ma anche per analizzare tutte le possibili pieghe che questi possono comportare.

Sussistono in letteratura teorie diverse che fungono da supporto all’introduzione della reportistica sostenibile e tra queste vi è la teoria degli stakeholder, quella dell’agenzia, quella del valore condiviso e, infine, quella della legittimità. Tuttavia, esistono anche quelle che, di contro, sostengono la non funzionalità del report e tra queste, invece, vi è la teoria della spesa degli azionisti e quella del compromesso.

Per ciò che concerne le teorie a supporto della reportistica ESG vi sono:

- La teoria dell’agenzia<sup>10</sup>: questa teoria descrive per filo e per segno la relazione che sussiste tra due tipi di attori interni all’organizzazione, nonché il principale, ovvero l’azionista (lo stakeholder per eccellenza), e l’agente, nonché il management che ha come principale funzione quella di massimizzare la ricchezza degli azionisti ponendo in essere attività e investimenti che facciano fruttare il loro capitale. Tuttavia, all’interno delle aziende è possibile che si verifichi un disallineamento degli interessi tra i due soggetti a causa del fatto che il management nel condurre la propria attività è più propenso a guardare ai propri benefici, mentre gli azionisti hanno come principale obiettivo quello di ridurre al minimo i rischi e i costi e, quindi, si presentano più cauti dei primi. Per colmare questi scostamenti nascono i cosiddetti costi di agenzia o di informazione, che sono sostanzialmente quei costi che l’azienda decide di farsi carico al fine di eliminare la possibilità che si vadano a creare asimmetrie informative interne.

---

<sup>10</sup> È una delle teorie più importanti delle scienze economiche e politiche che è stata trattata per la prima volta intorno agli anni ‘70 del secolo scorso da due studiosi: M. Jensen e W. H. Meckling.

In questo contesto il report di sostenibilità è in grado di placare in modo sostanziale questi costi poiché questo funge non solo da strumento di comunicazione tra i diversi stakeholder aziendali, ma anche da mitigatore dei rischi legati al verificarsi di asimmetrie informative tra azionisti e management.

- La teoria degli stakeholder<sup>11</sup>: questa teoria cerca di spiegare il motivo per cui le aziende a livello globale svolgono il report di sostenibilità. Innanzitutto, la base di partenza è che le aziende per sopravvivere debbano gestire in maniera preziosa le relazioni con i propri stakeholder, ovvero “qualsiasi individuo o gruppo che può influenzare o che è influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell’organizzazione con cui si interfaccia”.

Il reporting di sostenibilità, la teoria spiega, che può essere sfruttato per attrarre e mantenere più gruppi diversi di portatori di interesse, i quali vedranno anche le proprie esigenze maggiormente protette e attenzionate e ciò può generare innumerevoli risvolti positivi per l’azienda (ad esempio, se i dipendenti percepiscono di essere trattati con rispetto e con maggiore attenzione, allora questi, essendo maggiormente soddisfatti, produrranno di più e opereranno con una maggiore efficienza).

- La teoria del valore condiviso<sup>12</sup>: questa teoria si basa su quelli che sono i concetti primitivi dei principi condivisi dallo studioso e analista M. Porter. Quando si parla di valore condiviso si fa riferimento non solo alla creazione di valore economico, ma in senso ampio si crea valore quando si sazia un’esigenza o si affronta una sfida propria della società attuale; in altri termini, quando l’azienda svolge le sue attività, oggi, come fine ultimo non ha esclusivamente quello di massimizzare il proprio rendimento, ma anche quello di creare un beneficio a livello collettivo. Oggi, infatti, non si parla più di valore meramente economico, ma si pone l’accento anche, e specialmente, sul valore sociale ed ambientale scaturito dalla propria organizzazione.

Il ruolo della divulgazione ESG qui si rivela altrettanto importante poiché, come all’interno delle teorie precedenti, agevola la realizzazione di un’attività trasparente, che miri a migliorare il valore creato in particolare a livello sociale. Inoltre, in questo modo l’azienda è tenuta ad adottare un determinato comportamento ispirato ai principi dell’eticità e della correttezza proprio alla luce dell’elevata limpidezza cui è assoggettata una volta intrapresa la strada della sostenibilità e del suo reporting.

- La teoria della legittimità<sup>13</sup>: questa teoria, nonostante spesso venga collocata in secondo piano rispetto alle precedenti, si caratterizza per degli aspetti molto interessanti. Innanzitutto, si incentra sul rapporto sussistente tra l’azienda e la società in cui si colloca e su come la prima si preoccupi di garantire in maniera continuativa un servizio assolutamente conforme a quelle che sono in linea di principio le

---

<sup>11</sup> È una teoria che pone le sue basi negli anni ’80 del secolo scorso ed è stata ideata dallo studioso E. Freeman all’interno del libro: “Strategic Management: A Stakeholder Approach”.

<sup>12</sup> Questa teoria è più recente delle precedenti, è stata introdotta per la prima volta nel 2011 dall’analista economico M. Porter.

<sup>13</sup> Questa teoria condivide le medesime origini di quella degli stakeholder.

norme sociali vigenti. Il suo fine ultimo è, infatti, quello di dichiarare la piena legittimità morale, pragmatica e cognitiva detenuta dalla comunità circostante nel richiamare l'azienda qualora non svolgesse le attività in maniera rispettosa nei confronti della società circostante che, essendo essa stessa parte integrante dell'organizzazione, ne acquisisce tutto il diritto. In questo modo si va, quindi, ad instaurare una sorta di contratto tra impresa e società di appartenenza.

Proprio in ragione di questo enunciato, la divulgazione ESG va a eliminare in via preventiva la possibilità che l'organizzazione non svolga le sue attività a dovere e, contestualmente, impone a tutti coloro che detengono un business di considerare come fattori essenziale tutti i soggetti che circondano l'azienda, i quali non sono altro che i principali portatori di interesse.

Per ciò che concerne, invece, le teorie contrarie a tale tipologia di divulgazione vi sono:

- La Teoria della spesa degli azionisti<sup>14</sup>: questa è una teoria che sostiene proprio come quando un'azienda decide di intraprendere un percorso sostenibile realizzando diverse attività nell'ambito, tende man mano a porre in secondo piano gli interessi dei propri azionisti rispetto ai benefici sociali in generale; quindi, le pratiche poste in essere in ambito sociale, se da un lato sono assolutamente vantaggiose per l'intera società per gli effetti che queste generano, dall'altro tali benefici sono del tutto a spese degli azionisti e degli investitori. Di conseguenza, secondo tale teoria, è bene che le aziende non pongano in essere investimenti sostenibili a meno che questi non lascino inalterati i risultati dell'azienda, poiché diversi studi hanno dimostrato proprio come la realizzazione di tali attività nell'ambito della sostenibilità portino ad un netto e consistente calo dei rendimenti, derivante, ovviamente, dal fatto che si introducono attività costose ma senza un ritorno economico vero e proprio.
- La Teoria del compromesso<sup>15</sup>: questa teoria, che viene anche chiamata teoria del trade-off, sostiene come la realizzazione di attività con sfondo sostenibile vadano solo a creare delle spese aggiuntive che riducono ampiamente la redditività dell'azienda, facendo, quindi, registrare dei profitti inferiori rispetto a quelli che l'azienda avrebbe registrato senza tali pratiche.

Quindi, alla luce di queste teorie e delle loro assunzioni non è possibile ancora oggi, nonostante gli innumerevoli studi, trovare un'unica via che vada a definire tutte le interrelazioni che sussistono tra la realizzazione di pratiche con sfondo ambientale, sociale e di governance e le varie performance dell'impresa. Un altro elemento che ancora non è ben chiaro e che è anche evidente dalle discordie delle teorie appena citate è l'accettazione da parte degli azionisti, perché se da un lato la divulgazione ESG può fungere da strumento che amplifica la comunicazione con gli stakeholder in generale, e, quindi, anche con gli stessi azionisti,

---

<sup>14</sup> È una teoria che è stata ripresa nel 2017 da Manchiraju e Rajgopal nell'ambito della sostenibilità in azienda.

<sup>15</sup> Questa teoria è stata proposta da Aupperle et al. negli anni '80 del secolo scorso.

dall'altro non fa altro che disperdere l'attenzione su questi ultimi, i quali magari possono vedere tale reportistica come una mera distrazione che causa esclusivamente dei costi aggiuntivi che vanno a minare la redditività dell'azienda in cui investono i propri capitali.



## Capitolo 2: L'Institutional Ownership e le sue implicazioni

### 2.1 *L'Institutional Ownership: origine e definizione del fenomeno*

L'Institutional Ownership o proprietà istituzionale rappresenta una realtà molto diffusa in tutto il globo e, alla luce dell'importanza sempre più acuta che sta acquisendo negli ultimi tempi, è bene che venga esaminata in tutte le sue sfaccettature affinché se ne possano cogliere le peculiarità e i tratti caratteristici. La loro importanza è cominciata a crescere in maniera considerevole a partire dagli anni '90 del secolo scorso quando diversi studi hanno evidenziato come in quel determinato periodo storico questi soggetti stessero gestendo un capitale di ammontare pari al PIL mondiale.

Innanzitutto, con questa terminologia ci si riferisce ad organizzazioni o semplici operatori economici di origine privata o pubblica che gestiscono e pilotano ingenti somme di denaro per conto di soggetti che, essendo in una situazione di surplus economico, decidono di investire i propri averi in attività che potranno riservargli prosperosi risultati. La Borsa Italiana li definisce come dei veri e propri intermediari finanziari che svolgono la propria funzione in maniera metodica e regolarizzata; inoltre, fa rientrare all'interno di questa grande categoria degli investitori istituzionali un gran numero di soggetti e tra questi è possibile annoverare<sup>16</sup>:

- Gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR): queste realtà, che si possono presentare sotto forma di fondi comuni o di Sicav o Sicaf, costituiscono degli organismi di elevata importanza all'interno della realtà economico-finanziaria di un paese, poiché si preoccupano della "gestione collettiva del risparmio" che gli viene affidato dal pubblico; ciò che caratterizza questa categoria di investitori istituzionali può essere anche sintetizzato nel fatto che innanzitutto si parla di patrimoni di tipo collettivo per cui la proprietà è cristallizzata su più soggetti sulla base della propria partecipazione e, inoltre, si tratta di un ammontare di denaro che viene gestito a monte e, quindi, sulla scorta di una politica predefinita che vale per tutti in maniera uguale; infine, il patrimonio che prende forma è nettamente distinto da quello dei soggetti che hanno contribuito alla sua formazione.
- Le Sicav o Sicaf: queste due tipologie di società, rispettivamente le Società di investimento a capitale variabile e a capitale fisso, rappresentano due delle tre forme con cui si possono presentare gli organismi sopra citati e nascono con la sola finalità di investire il denaro raccolto per farlo fruttare e ottenere dei ritorni consistenti; ciò che contraddistingue questa tipologia di società rispetto ai fondi è l'acquisizione da parte di coloro che impiegano il proprio denaro di una serie di diritti prevalentemente di tipo patrimoniale e amministrativo che gli consentono, di conseguenza, di divenire dei veri e propri azionisti della società.

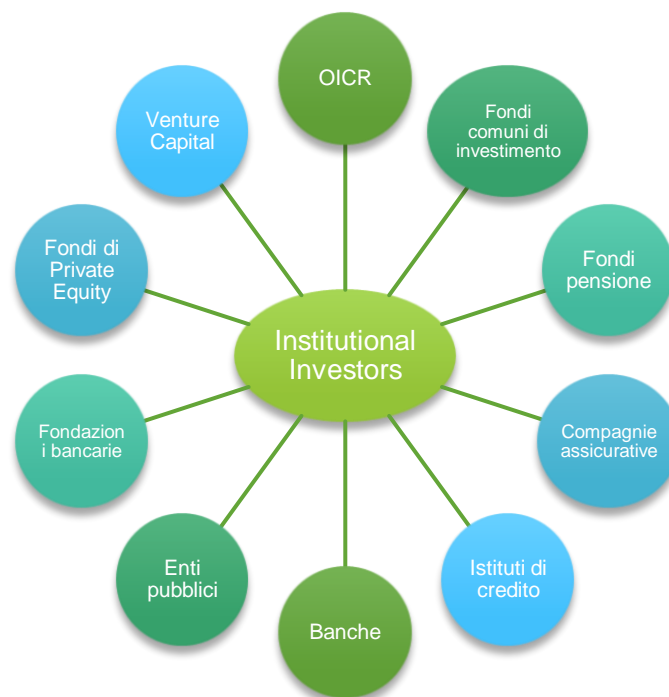
---

<sup>16</sup> Le categorie che seguono rappresentano le diverse tipologie di nomee che gli investitori istituzionali possono acquisire; si tratta di realtà trasversali tra loro, che spesso possono anche rientrare all'interno di una stessa area.

- I fondi comuni di investimento mobiliari: questi fondi, generalmente considerati tra i più comuni tra il pubblico, hanno come principale finalità quella di fungere da intermediari nella raccolta di denaro presso coloro che detengono un surplus dal punto di vista finanziario, allo scopo di investire le somme raccolte in strumenti finanziari di vario tipo; principalmente si parla di impieghi in titoli privati o pubblici e che si sostanziano, quindi, in acquisti di azioni di società, di titoli del debito pubblico o di obbligazioni di vario tipo.
- I fondi comuni di investimento immobiliari: questa tipologia di fondi ha registrato dei sostanziosi cambiamenti di recente e, molto brevemente, si presentano come organizzazioni che impiegano il patrimonio a disposizione prevalentemente in beni e diritti reali di carattere immobiliare e, infine, in partecipazioni in società sempre all'interno del medesimo ambito di interesse; ciò che rende peculiare tale tipologia di investimento è che permettono di traslare un puro investimento immobiliare in attività finanziarie in grado di dare origine ad elevata liquidità.
- I fondi comuni di investimento speculativi o “hedge fund”: negli ultimi tempi questa categoria ha acquisito una posizione assolutamente centrale all'interno dei mercati poiché si tratta di fondi, nati con il principale scopo di generare rendimenti imponenti, cui vengono affidati ingenti somme di denaro con finalità abbastanza eterogenee; quanto appena detto si traduce nell'adozione di strategie molto diverse da parte del fondo e al contempo, quindi, genera degli effetti assolutamente positivi poiché rende il mercato meno volatile essendo ben diversificato il portafoglio dell'organismo stesso.
- I fondi pensione: questa particolare forma di fondo viene generalmente creata per rendere meno pesante l'impatto che, in termini di remunerazione, inevitabilmente si crea quando si pone fine alla propria carriera lavorativa per transitare verso il periodo del pensionamento; quindi, in altre parole, serve a colmare il divario tra il salario che viene riconosciuto al soggetto quale lavoratore e la pensione che, invece, è quella che arriva quando, una volta maturata la propria carriera lavorativa, si definiscono i cosiddetti “piani pensionistici”.
- Le compagnie di assicurazione: queste entità sono quelle che per definizione si preoccupano della copertura dei cosiddetti “rischi puri” mediante la stipula di polizze al cui interno sarà possibile individuare l'assicurato che è colui che, sostenendo un pagamento in denaro, trasferisce il rischio cui è esposto all'assicuratore, che è, invece, la compagnia stessa, che a sua volta si impegna mediante la stipula di un contratto a proteggere il proprio cliente riconoscendogli un premio qualora si verificasse l'evento avverso oggetto della polizza; spesso queste non vengono considerate come dei veri e propri investitori istituzionali, tuttavia vi rientrano in qualità di soggetti che offrono polizze per la copertura di danni di vario tipo per reinvestirne i ricavi in asset differenti.
- Gli Istituti di credito: questi istituti, i quali vengono prevalentemente identificati sotto forma di banche o di casse di risparmio, costituiscono delle realtà la cui prerogativa è quella di accogliere depositi o altri fondi da parte del pubblico, svolgendo contestualmente l'attività di concessione di crediti per proprio conto.

- Le banche: qui ci si riferisce principalmente alle banche di investimento, alle banche d'affari e a quelle commerciali, ognuna delle quali, svolge funzioni molto svariate tra cui quella di investimenti in strumenti finanziari, di servizi consulenziali e, infine, di finanziamento di realtà sia pubbliche (Governo) che private (aziende o enti di vario tipo).
- Gli enti pubblici: all'interno di questa categoria vengono collocate principalmente le istituzioni pubbliche come la CDP, ovvero la Cassa Depositi e Prestiti, ma anche altri che si preoccupano di impiegare i propri averi in investimenti pubblici e che detengono un'importanza e un peso a livello nazionale; quindi, si tratta di realtà di proprietà dello Stato e, in ragione di ciò, svolgendo una funzione sotto mandato ufficiale da parte delle istituzioni, ricoprono una posizione strategica all'interno del perimetro economico del Paese.
- Le fondazioni bancarie: queste rappresentano una categoria molto particolare di investitori istituzionali, poiché si tratta di realtà prive di scopo di lucro che operano in totale autonomia, ma che, al contempo, presentano un carattere privatistico; questi enti generalmente dispongono di ingenti patrimoni che impiegano in asset di vario tipo da cui traggono, ovviamente, un valore aggiunto e degli utili che devono essere reinvestiti in attività filantropiche e di interesse collettivo.
- Fondi di Private Equity: per concludere, con questa terminologia molto ampia si vanno ad includere tutte quelle tipologie di fondi che hanno come principale prerogativa quella di raccogliere capitali presso il pubblico e di reimpiegarli sotto forma di investimenti di carattere finanziario mediante l'acquisizione o la sottoscrizione di azioni o di titoli (è un titolo generico che racchiude al proprio interno gran parte degli enti che sono già stati citati all'interno di questa lista).

*Figura n° 8*



*Fonte: Elaborazione personale a cura dell'autore*

Una categoria a sé stante di investitori istituzionali è quella comunemente chiamata “Venture Capital”, ovvero quei soggetti fisici o giuridici che impiegano il denaro a propria disposizione in capitale di rischio con il fine ultimo di stimolare la crescita di realtà innovative e spesso “appena nate” come le start-up o di contribuire al mantenimento o al rafforzamento di entità già esistenti. Questo tipo peculiare di investimento pone, quindi, le sue basi dalla volontà di far crescere un’idea imprenditoriale in cui si crede senza, ovviamente, avere alcuna certezza della sua effettiva riuscita. Proprio per questo motivo, infatti, si parla di investimenti “di rischio”, ovvero quegli investimenti incerti sotto il profilo del valore che si andrà a generare e della durata dell’investimento in sé. Tuttavia, ciò che giustifica la loro realizzazione nonostante le elevate incertezze è, oltre il rendimento molto elevato che va a compensare l’altrettanto elevato rischio, l’idea di andare a creare nuove opportunità lavorative contribuendo contestualmente allo sviluppo economico del Paese.

A prescindere da quale sia la specifica attività portata avanti da tutti i soggetti sopra elencati, è possibile affermare che ognuno agisce sulla base di un mandato specifico che viene ordinato da più individui contemporaneamente, i quali hanno tutti il medesimo interesse di massimizzare la propria ricchezza. Tuttavia, quanto appena affermato non è del tutto scontato perché è possibile che l’agire di queste attività sia giustificato da motivi di intermediazione in senso stretto e ne sono un esempio le compagnie assicurative con la stipula dei relativi contratti.

Schematizzando quelle che sono le principali caratteristiche di queste realtà, ne spiccano principalmente tre molto significative poiché rendono l’idea della grande portata di queste organizzazioni:

1. Si tratta di persone giuridiche, a prescindere dalla tipologia di investitore di cui si sta parlando;
2. L’attività che funge da fulcro di queste entità è la gestione di patrimoni sulla base degli interessi e delle finalità dei soggetti che affidano il proprio denaro;
3. Ci si riferisce sempre a organizzazioni abbastanza strutturate che gestiscono un sostanzioso quantitativo di fondi.

Ovviamente, indistintamente che si tratti di fondi, società di gestione del risparmio o altre tipologie di investitori istituzionali, si rivelano essere tutti pesantemente influenti all’interno dei mercati finanziari e, più nel particolare, in grado di generare degli effetti non solo sulla quantità di liquidità prodotta, ma anche in generale sulla stabilità e sull’efficienza delle piazze economiche in cui si posizionano. Alla luce di quanto appena detto è, quindi, possibile ampliare la loro portata definendoli come soggetti che agiscono in maniera proattiva sull’economia del paese in cui si collocano.

Ciò che contraddistingue tutte le attività e le strategie che vengono poste in essere dagli investitori istituzionali è la forza che viene adoperata. Questa, infatti, più volte si è rivelata capace di generare dei cambiamenti sostanziosi in termini di prezzi che acquisiscono gli asset con cui ci si interfaccia e, quindi, in sintesi, si può

parlare di una capacità di non poco conto, poiché in grado di contribuire alla crescita del valore delle attività su cui si ha un interesse e ciò rappresenta uno dei poteri che più sono importanti all'interno di un mercato.

Il loro intervento, inoltre, concorre in maniera preponderante a porre in essere una vera e propria diversificazione del mercato in cui si è presenti, definendo contestualmente un rafforzamento dell'innovazione e un innalzamento della quantità di capitali che si hanno a disposizione. Tuttavia, ciò che è rilevante sottolineare è che la loro importanza non si sostanzia esclusivamente per gli investitori di una certa grandezza, ma anche per quei soggetti che acquistano titoli sporadicamente e che comunemente vengono identificati sotto la nomea di "piccoli investitori". Ciò deriva dal fatto che tali istituzioni vanno a manovrare i risparmi affidatigli nella maniera più congeniale ed efficiente rispettando sempre, ovviamente, quelle che sono le volontà dei soggetti affidanti.

Oggi giorno le società private tendono a ricorrere sempre più frequentemente a questa categoria di investitori in ragione delle grandi opportunità che sono in grado di offrire. Innanzitutto, uno degli elementi che rende conveniente il ricorso a queste entità è la capacità che li contraddistingue nel fornire i capitali necessari ad avviare attività o semplicemente far proseguire quelle già in essere. Inoltre, una particolarità che è stata evidenziata nel tempo consiste nel fatto che impiegando i propri capitali per il finanziamento di progetti o attività proposti dalle aziende, questi riescono contestualmente ad influenzarne la governance. Ciò avviene banalmente perché per svolgere la loro funzione di "finanziatori" pongono in essere processi di acquisto di azioni che, a loro volta, modificano gli equilibri all'interno dell'assemblea dei soci, facendo accrescere il loro potere decisionale in maniera proporzionale alle azioni detenute.

La grande liquidità di cui dispongono gli investitori istituzionali, inoltre, gli consente di rendere stabile o comunque di ridurre notevolmente la volatilità dei mercati finanziari mediante operazioni di vendita e di acquisto di titoli rispettivamente se i loro prezzi si alzano e si abbassano. Proprio per le grandi proprietà che possiedono, quindi, sono riusciti ad aggiudicarsi un ruolo di elevata importanza all'interno non solo dei singoli mercati ma dell'intera economia dei Paesi di cui fanno parte.

### ***2.1.1 I riferimenti normativi ed etici in Italia***

In Italia vi sono due soggetti che si preoccupano di assicurare un continuativo e rispettoso comportamento da parte degli investitori istituzionali, questi sono la Banca d'Italia e, successivamente, la Consob, ovvero la Commissione nazionale per la società e la borsa.

Questi costituiscono due dei più importanti enti di supervisione presenti in Italia e, più nel particolare, la Banca d'Italia<sup>17</sup> è una realtà di carattere pubblico, costituisce la banca centrale per il Paese e in quanto tale il suo operato ha come principale finalità quella di garantire il continuo funzionamento del sistema finanziario italiano, assicurando contestualmente e principalmente la stabilità dei prezzi. Per ciò che concerne la Consob,

---

<sup>17</sup> Giornalisticamente nota come Bankitalia.

invece, è risaputo essere l'organo di controllo di natura autonoma da un punto di vista giuridico, operativo e amministrativo che per eccellenza si preoccupa della vigilanza sul mercato finanziario italiano; questa, per svolgere la propria attività, sfrutta le proprie conoscenze tecniche e specialistiche che gli consentono una grande reattività nella presa di deliberazioni e disposizioni.

La supervisione del comportamento degli investitori istituzionali è una procedura che viene effettuata in maniera periodica affinché ci si assicuri che si rispetti sempre la normativa vigente sul mercato. Più nel particolare questi soggetti sono sottoposti al rispetto di quelle che sono le disposizioni appartenenti al Testo Unico della Finanza (TUF) e alle normative nell'ambito dell'adeguamento del diritto interno alle prerogative dell'UE. Oltre a quanto appena citato però è essenziale menzionare una delle più importanti direttive proposte dal Parlamento europeo che in tale contesto meglio si adattano: si sta parlando della "Direttiva AIFMD", redatta nel 2011, che si preoccupa principalmente di porre dei paletti sulla gestione e sulle operazioni relative ai fondi di investimento alternativi. La principale finalità che ha spinto l'Unione Europea a realizzare questa linea di condotta è la volontà di porre in essere un tipo di controllo saldo e irremovibile su tutti i soggetti che operano in questo campo così da assicurare la correttezza delle procedure operative da loro poste in essere.

Tuttavia, in Italia i soggetti che rientrano all'interno della categoria di investitori istituzionali non hanno come unico obbligo quello di rispondere alla legge, ma devono anche preoccuparsi di sottostare a specifici standard di carattere etico. Più nel particolare, quando si parla di standard etici, ci si riferisce a tutte quelle questioni con sfondo morale che oggigiorno vengono adottate dalla gran parte delle organizzazioni e senza la cui considerazione è possibile che si generino problemi in termini di accesso a contratti o gare d'appalto.

Per ciò che concerne i riferimenti etici di questo specifico contesto, prevalentemente appartengono alle macroaree della responsabilità sociale e ambientale delle aziende, dell'efficientamento della corporate governance e dell'introduzione dell'inclusione e della diversità. Tra questi è possibile evidenziare:

- L'impossibilità per questi soggetti di sfruttare i cosiddetti "dati privilegiati" per compiere investimenti in asset di vario tipo;
- Il divieto di effettuare azioni che possano sfociare in frodi o attività illegali;
- L'obbligo di assicurare la continua limpidezza delle operazioni che vengono svolte nell'ambito operativo.

Per concludere, gli investitori istituzionali, quindi, pur essendo dotati di una grande autonomia nello svolgimento delle proprie attività, rimangono sempre vincolati al rispetto di diversi regolamenti, normative e standard etici, al fine di garantire il non verificarsi di comportamenti scorretti che possano influire negativamente sugli equilibri dei mercati finanziari.

### ***2.1.2 Vantaggi e svantaggi legati all'Institutional Ownership***

Come è stato già possibile osservare, gli investitori istituzionali rappresentano quell'insieme di organizzazioni di piccole, medie o grandi dimensioni che gestiscono per conto di terzi soggetti degli strumenti

finanziari che gli vengono affidati ovviamente con la sola finalità di farli fruttare e di riceverne dei ritorni sostanziosi. Generalmente, quindi, gli individui sono spinti a rivolgersi a questa categoria di investitori, poiché attirati dalla voglia di ottenere importanti rendimenti nel lungo termine non preoccupandosene personalmente ma attribuendo il compito ad un ente esterno.

Tuttavia, oggi l'Institutional Ownership è stata oggetto di numerosi studi, ognuno dei quali, con le proprie evidenze, è riuscito a mettere a fuoco differenti accezioni che le appartengono e, proprio alla luce di ciò sono anche sorti numerosi pareri contrastanti sull'argomento che hanno fatto in modo che nascessero due scuole opposte di pensiero circa i loro effettivi risvolti positivi e negativi.

Diversi studiosi hanno visto in questa tipologia di investimento una grande forza e, come è stato affermato in uno studio del 2009 di Badunenko et al., si tratta di un'opportunità da cogliere per poter crescere economicamente e finanziariamente in maniera semplice e migliorando contestualmente il benessere del singolo investitore e delle aziende con cui ci si interfaccia.

Spesso, infatti, quando ci si riferisce alla proprietà istituzionale, si parla di "Smart Money" o "denaro intelligente", proprio perché chi va a gestire questi investimenti si dota di team specializzati che studiano analiticamente il mercato e le aziende che vi sono all'interno, per captare quelle che sono le migliori realtà su cui si può investire e da cui, quindi, si possono ottenere i migliori risultati. Ciò che infatti contraddistingue questi investitori da quelli al dettaglio o dai piccoli investitori stessi è proprio l'approfondita conoscenza che detengono nei confronti dei titoli e degli strumenti in generale che circolano all'interno dei mercati e ciò grazie, ovviamente, alle numerose risorse di dati e statistiche che vengono raccolte in un momento precedente all'avvio di una qualsiasi attività che prevede l'impiego di capitali.

Tuttavia, trattandosi sempre di investimenti, la loro riuscita, sembra scontato dire, che non è assicurata, poiché ognuno di questi incorpora una percentuale di rischio che non è eliminabile neanche con approfonditi e accurati studi; al contempo, però, è possibile affermare che si va ad aumentare senza alcun dubbio la probabilità della loro buona riuscita, poiché si vanno a delimitare al massimo tutti quei rischi che sono definiti "controllabili". Quindi, l'operatività degli investitori istituzionali presenta innumerevoli vantaggi, soprattutto in considerazione delle variabili che sono in grado di controllare una volta scesi in campo. Bisogna contestualmente tenere a mente però che questi per far sì che la propria attività registri i risultati sperati, devono attuare tutte le strategie idonee a far crescere i valori degli asset che si trovano nel portafoglio di proprietà, poiché qualora così non fosse tutti i benefit sarebbero inesistenti e gli investimenti privi di alcun valore potenziale.

È stato già sottolineato come si siano andati a creare pareri contrastanti sugli effetti che generano questi investitori, i quali se da un lato vengono definiti come entità che agevolano la creazione di valore per un gruppo di soggetti, dall'altro vengono visti come realtà dagli interessi opportunistici e troppo stringenti da un punto di vista dei controlli e delle pressioni che possono generare. Quindi, è stato appurato che, specialmente dal lato delle aziende, spesso vi sia la paura che queste realtà si rivelino come soggetti la cui unica ambizione non

è la crescita della realtà in cui si sta investendo, ma il mero ottenimento di un guadagno nel breve periodo mediante azioni che prevedono la presa del controllo e l'utilizzo delle risorse proprie delle organizzazioni ospitanti. In uno studio di Poutziouris, Chittenden e Michaelas del 1998, infatti, è stato evidenziato proprio come realtà aziendali abbastanza strutturate evitino l'entrata di questa tipologia di investitori proprio al fine di evitare che questi possano indebolire la forza che sussiste tra proprietà e controllo, che, per l'appunto, come hanno spiegato i ricercatori, spesso viene sfaldata da queste entità.

Oltre a tali questioni, in realtà se ne aggiunge anche un'altra, ovvero la presa in considerazione di quelli che sono i principali rischi cui possono andare incontro questi soggetti, nonché un'altra importante tematica che va ad alimentare le difficoltà e le insidie legate all'institutional ownership.

Ovviamente, come detto in precedenza, gli investitori istituzionali, grazie alle importanti risorse che detengono, riescono a mitigare i rischi che incombono generalmente sulle loro attività di finanziamento e di investimento. Tuttavia, è normale anche affermare che tali rischi vengono esclusivamente mitigati, ma non totalmente eliminati e, infatti, proprio per questo motivo è bene dedicare uno spazio a quelle che sono le insidie cui principalmente questi soggetti possono andare incontro nel corso della propria attività. Si tratta sostanzialmente di profili di rischio di vario tipo e di carattere generale che traggono origine dalle caratteristiche del mercato in cui si è presenti e, più nel particolare, si può parlare di:

- Rischi legati alla volatilità e all'instabilità del mercato, che possono generare degli impatti negativi sul valore degli strumenti su cui si investe;
- Rischi legati alla "concentrazione dei portafogli" e, quindi, alla poca diversificazione degli stessi, poiché è naturale andare incontro a perdite di valore di massa nel momento in cui si impiegano tutti i propri capitali in settori con le medesime caratteristiche;
- Rischi legati al credito e alla liquidità, ovverosia quei rischi cui si va inevitabilmente incontro nel momento in cui le realtà in cui si investe, essendo in una fase di fallimento, non riescono a saldare quanto dovuto agli stessi investitori, poiché a corto di liquidità.

Quelli appena citati sono i rischi più comuni cui, in realtà, possono andare incontro non solo gli investitori istituzionali in quanto tali, ma in quanto soggetti che investono i propri capitali all'interno di mercati il cui andamento è incerto e privo di eventi prevedibili al 100%.

Il modo migliore per isolare questi tipi di rischi, oltre l'adozione di una grande attenzione circa tutti le variazioni che riguardano il mercato, è costituito dall'adozione di strategie di asset management ad hoc che garantiscano una gestione ottimale ed equilibrata dei portafogli detenuti in cui vi sia un costante equilibrio tra rischio e rendimento e non solo, perché è essenziale che venga altresì garantito un bilanciamento di interessi tra i soggetti che investono i capitali e quelli che, invece, si preoccupano di gestirli e di farli fruttare.

Alla luce di quanto appena illustrato non è ancora possibile definire una sola via percorribile che riesca ad attribuire una definizione univoca a quello che è l'operato degli investitori istituzionali; tuttavia, nonostante



ciò, è possibile prendere per buone queste accezioni dal momento che consentono di avere un quadro d'insieme di tutte quelle che sono le possibili implicazioni dell'institutional ownership sotto vari punti di vista.

### ***2.1.3 I progressi nell'ambito della sostenibilità***

Diversi studi hanno dimostrato come gli investitori istituzionali stiano sempre di più approdando verso un modo di operare sostenibile e coerente con quelli che sono i fattori ESG. Ciò che li spinge a fare questo passo probabilmente è la volontà di portarsi al passo con i tempi, cercando di soddisfare quelle che sono le pretese della gran parte degli individui che popolano la Terra.

Dalle ricerche svolte, infatti, si è riusciti ad evidenziare come la gran parte di queste organizzazioni si siano allineate a questi nuovi principi vigenti al fine di contribuire alla loro diffusione e alla definizione di un senso di responsabilizzazione sempre più acuto nei confronti delle tematiche ambientali, sociali e di governance. Ciò che è emerso da tutte queste ricerche, seppur diverse tra loro in termini di contenuti e di obiettivi intrinseci, è che oggi gli investitori istituzionali, i quali occupano una quota consistente della macro-categoria di investitori a livello mondiale, si sono dimostrati più sensibili verso le tematiche della cura dell'ambiente, della protezione e dello sviluppo degli individui e, infine, della promozione di una limpidezza interna a tutte le attività essenziali dell'economia.

Uno studio<sup>18</sup> svolto nel 2021 da Statista ha voluto analizzare le ragioni principali che spingono gli investitori istituzionali a livello mondiale ad implementare strategie rivolte verso la sostenibilità. Ciò che è scaturito dall'analisi sono delle evidenze alquanto interessanti e, più nel particolare, dalla survey (calcolata su un totale del 255% dall'ente statistico) è stato evidenziato come:

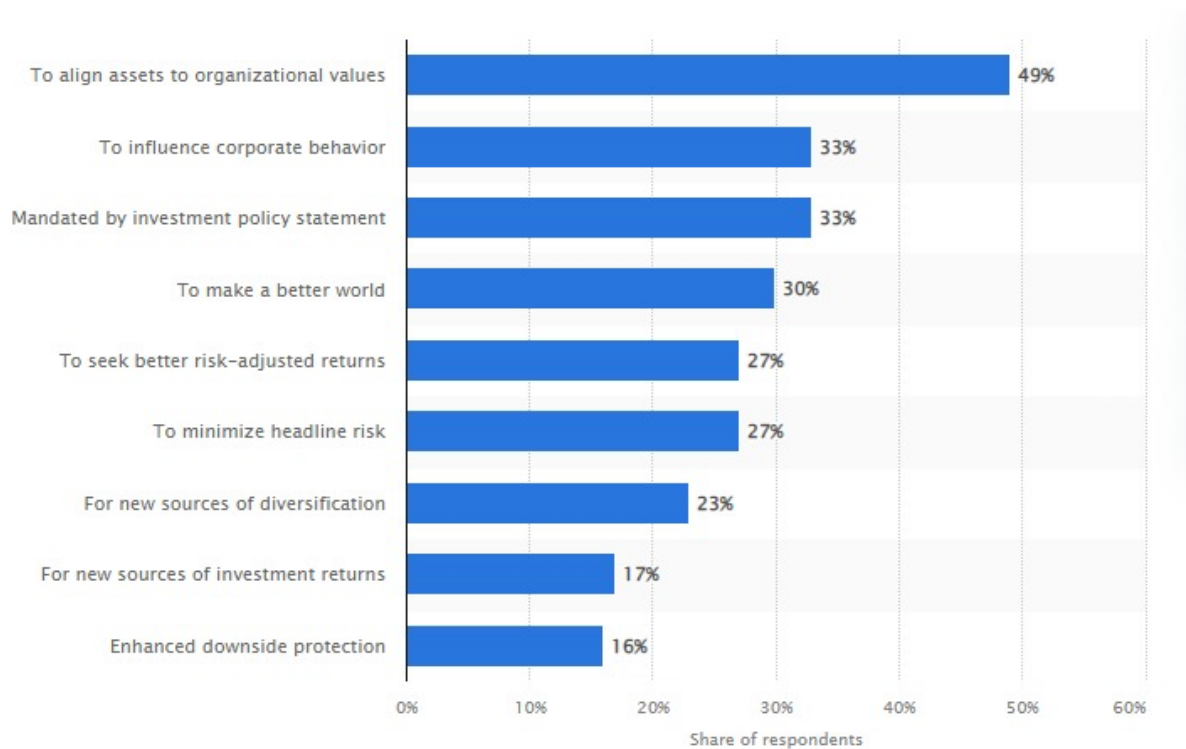
- Il 49% ha dichiarato di aver adottato queste strategie per allineare le risorse ai valori delle organizzazioni;
- Il 33% ha dichiarato di dare attenzione alle tematiche della sostenibilità per influenzare e impattare sui comportamenti aziendali;
- Il 33% ha dichiarato di perseguire queste strategie poiché imposte da politiche di investimento cui devono sottostare;
- Il 30% ha dichiarato di incorporare i fattori ESG al fine di rendere il mondo un posto migliore;
- Il 27% ha dichiarato di ispirare le proprie attività a questi pilastri con lo scopo di ottenere migliori rendimenti generati dai minori rischi che incorporano queste attività;
- Il 27% ha dichiarato di implementare gli ESG semplicemente per ridurre significativamente i rischi che incombono sui titoli da loro detenuti;
- Il 23% ha dichiarato di sposare queste nuove attività per porre in essere una diversificazione dei propri asset;

---

<sup>18</sup> Il nome dell'analisi è: Main reasons why institutional investors worldwide implement ESG as of 2021.

- Il 17% ha dichiarato di adoperare sul mercato con strategie compatibili agli obiettivi ESG per scovare nuove fonti di ritorni sugli investimenti;
- Il 16%, per concludere, ha dichiarato di adottare questi principi per ottenere una maggiore protezione in vista di possibili ribassi che possono colpire il mercato in cui si è presenti.

Figura n° 9



Fonte: Statista

Un altro importante studio<sup>19</sup> abbastanza recente è quello svolto nel 2021 dalla rivista ESG News. In questa ricerca ci si è preoccupati di analizzare un campione di investitori istituzionali collocati in Italia per captare il loro approccio al mondo della sostenibilità ambientale e sociale. Ciò che ha spinto a realizzare una ricerca sul territorio italiano è stata la volontà di fare una vera e propria istantanea da un punto di vista qualitativo e quantitativo di quello che è il processo tramite cui sta prendendo sempre più piede la tematica della sostenibilità e, più nel particolare, qui si analizzano le tipologie di strategie che vengono adoperate per integrare al 100% quelle che sono le tematiche ESG.

È stata svolta una survey rivolta a circa 80 enti e composta da 49 quesiti, ognuno dei quali mirava a captare le modalità che vengono adottate da questi investitori per attuare le recenti politiche di investimento. Le risultanze hanno evidenziato che il 56% degli investitori istituzionali intervistati ha adottato politiche di investimento sostenibile nel corso del 2021, quindi si tratta di più della metà del campione analizzato; rispetto al 2020, inoltre, si è potuto parlare di un aumento percentuale di quasi il 9%. Ovviamente, si tratta di un buon risultato, tuttavia vi sono ancora tante vie percorribili finalizzate a migliorare e aumentare la sensibilità di

<sup>19</sup> Il nome dell'articolo è: Investitori istituzionali italiani: il 56% già adotta politiche di investimento sostenibile.

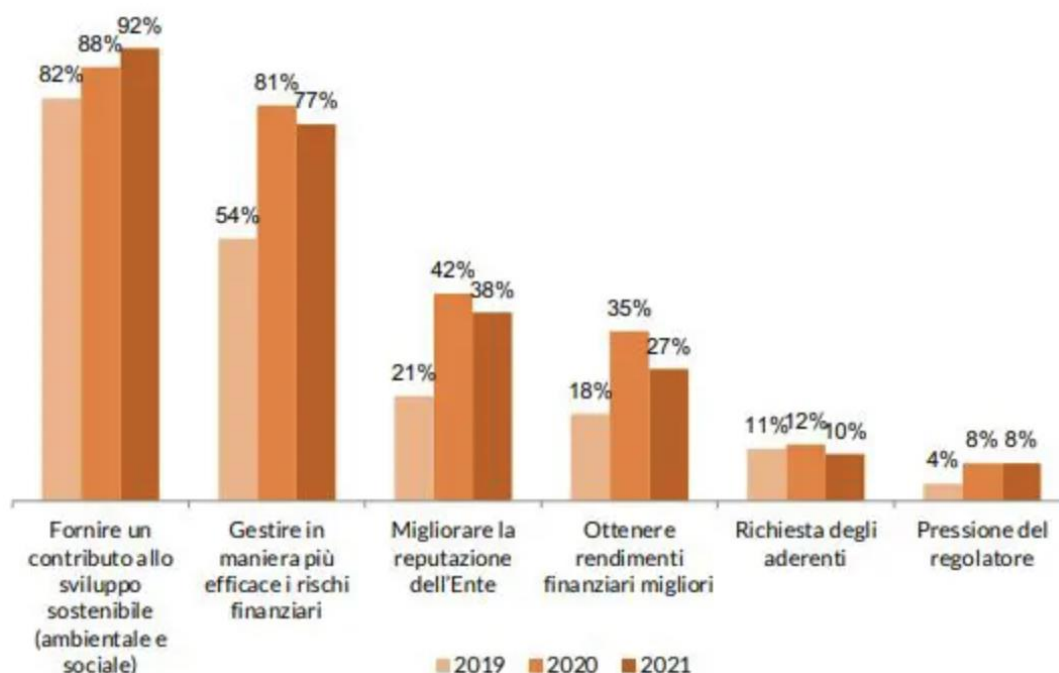
questi soggetti, poiché molti di questi, nonostante la gran parte sia mossa dalla volontà di dare un contributo sostanzioso allo sviluppo sostenibile, sono spinti da ragioni come:

- Volontà di gestire meglio i rischi finanziari;
- Volontà di migliorare la propria reputazione;
- Volontà di ottenere migliori rendimenti finanziari;
- Volontà di rispondere alle richieste da parte degli aderenti;
- Volontà di rispondere alle pressioni a livello normativo e regolatorio.

Quindi dall'analisi svolta emerge proprio come, se da un lato vi sia una sostanziosa crescita degli interessi nei confronti della sostenibilità da parte degli investitori istituzionali, dall'altro bisogna tener presente che non sempre questi ultimi sono mossi dalla voglia di rendere il mondo un posto migliore dando un concreto contributo allo sviluppo sostenibile, poiché vi sono diversi fattori, anche opportunistici, che vi incidono.

Di seguito sono illustrate graficamente le ragioni principali che muovono questi investitori nella realizzazione di investimenti ad impatto ambientale, sociale e di governance, e, quindi, coerenti con i fattori ESG, con le relative percentuali che sono emerse:

Figura n° 10

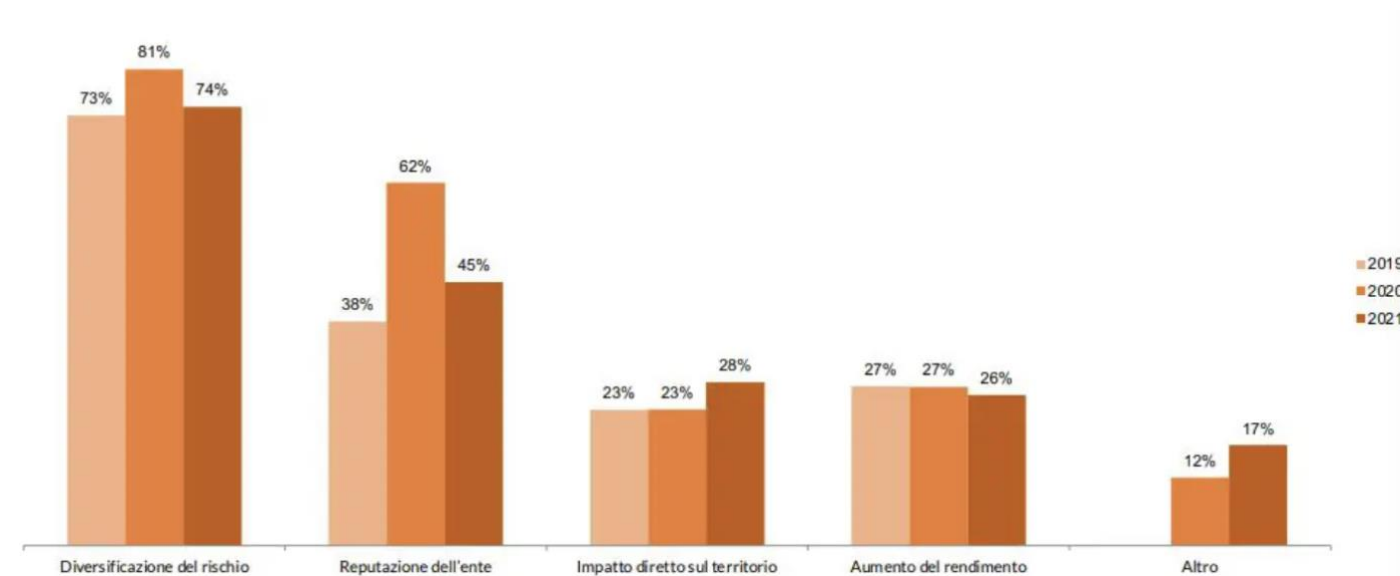


Fonte: ESG news

Sempre nel medesimo studio è stata svolta un'altra analisi che ha evidenziato quelle che, invece, sono le ragioni che principalmente spingono la realizzazione di politiche di investimento ispirate ai concetti del Sustainable and Responsible Investment (SRI). Più nel particolare, è emerso che la gran parte degli investitori li effettua per ragioni legate alla diversificazione del rischio (74%) e subito dopo, come ragioni, vi sono: la volontà di migliorare la reputazione dell'organizzazione (45%), la volontà di generare un impatto diretto sul

territorio (28%), la volontà di aumentare i propri rendimenti (28%) e, infine, un'ultima parte è spinta da motivazione di carattere vario che non vengono menzionate all'interno della ricerca (17%).

Figura n° 11



Fonte: ESG news

Tuttavia, questo studio lascia spazio all'esplorazione di alcuni punti di miglioramento in tale campo, dal momento che la strada da percorrere è ancora lunga e soprattutto si tratta di un percorso che dovrà essere intensificato e per farlo è necessario anche il coinvolgimento di questa categoria di investitori, i quali hanno un grandissimo potere in termini di potenziale influenza all'interno dei mercati finanziari e delle economie a livello mondiale.

Per concludere un altro studio<sup>20</sup> che merita di essere citato è quello svolto dagli studiosi J. Bailey, B. Klemperer e J. Zoffer, i quali si sono soffermati sull'importanza che stanno acquisendo per gli investitori istituzionali tutte le tematiche inerenti l'ESG. Più nel particolare hanno delineato quelle che sono le tematiche che dalle evidenze sono risultate maggiormente attenzionate e tra queste, ad esempio, vi è il cambiamento climatico, la diversità e l'inclusione in azienda, le preoccupazioni nei riguardi della trasparenza della gestione o della remunerazione dei dirigenti e così via.

Lo studio, inoltre, ha anche sottolineato come molti investitori istituzionali abbiano pubblicamente mostrato il proprio interesse nell'integrare questi fattori come prerequisiti per l'avvio di investimenti in determinati asset; tuttavia, non è sempre semplice tale questione, ma anzi si presenta in modo molto delicato. Infatti, nonostante le dichiarazioni effettuate, molti di questi investitori trattano i pilastri ambientali, sociali e di governo come degli elementi del tutto secondari per l'avvio delle proprie attività sul mercato. Spesso, quindi, si può parlare di incorporazioni che vengono fatte per facciata e, quindi, senza alcun criterio e senza alcun

<sup>20</sup> Il nome del documento è: Sustaining sustainability: what institutional investors should do next on ESG.

reale impatto positivo su quello che dovrebbe essere uno degli elementi cui tutti dovrebbero aspirare, ovvero sia l'avvio di uno sviluppo sostenibile a vantaggio di ogni risorsa del Pianeta.

A conferma di quanto appena detto, infatti, questa ricerca ha fatto emergere come in America meno dell'1% del capitale totale dei 15 maggiori fondi pensione pubblici siano dedicati all'investimento o al finanziamento di attività sensibili nei confronti dei tre diversi pilastri già citati ampiamente.

Le evidenze riportate da questi studi, che costituiscono solo una piccola porzione della letteratura presente sul tema, fanno notare come quando si parla di sostenibilità e coerenza con i principi ESG, in realtà si parli ancora di tematiche troppo simboliche e non realmente concrete e pratiche. Proprio per questo è bene che parta una reale e impattante trasformazione al fine da poter finalmente accogliere tutti quei vantaggi che derivano dalla loro integrazione. In questo contesto un ruolo di elevata importanza, come è stato già possibile affermare, è detenuto da questi stessi investitori, i quali possono fungere da modello non solo per i loro stessi simili, ma anche per tutte le altre categorie di investitori del mercato odierno.

## ***2.2 L'impatto dell'Institutional ownership in azienda***

L'impatto che la proprietà istituzionale ha generato sulle imprese e, più nel particolare, sulla loro struttura organizzativa e operativa, è stata oggetto di approfondite ricerche dal momento che si tratta di un fenomeno oggi molto comune e dalla portata ormai globale. Tuttavia, dalle analisi effettuate è evidente l'esistenza di scuole di pensiero differenti, poiché se da un lato è emerso che la presenza di questi investitori riesca a far aumentare in maniera sostanziosa l'operatività delle aziende, generando contestualmente degli effetti positivi a livello di governance, competition, internazionalization, performance e aumento del valore intrinseco delle organizzazioni, dall'altro vi sono studiosi che hanno sostenuto, invece, l'inesistenza di una vera e propria correlazione tra l'entrata in azienda della proprietà istituzionale e i fattori appena citati o, addirittura, l'esistenza di una loro correlazione negativa.

Nonostante vi siano ancora tematiche dubbie in tale contesto è, però, bene evidenziare quelle che, invece, si presentano come delle certezze nell'ambito della proprietà istituzionale e della loro interazione con le imprese; più nel particolare ci si riferisce a diversi effetti oggi inconfutabili e tra questi è possibile evidenziarne alcuni:

- la presenza degli investitori istituzionali all'interno dei mercati finanziari riesce a generare un automatico aumento della liquidità e, quindi, della loro solvibilità;
- la loro operatività porta ad un miglioramento netto in termini di limpidezza informativa delle operazioni che vengono svolte all'interno delle aziende, proprio alla luce degli elevati controlli che comporta l'entrata di questi investitori in organizzazioni ed entità private;
- il loro ingresso inevitabilmente genera un aumento delle skills e delle conoscenze tecnico-operative che vi sono in azienda, le quali possono anche essere di carattere trasversale a quelle già presenti;

- oltre alle skills sopra citate è stato evidenziato un aumento delle competenze in termini manageriali e di governance legate sempre alla presenza dei nuovi investitori;
- il loro ingresso, inoltre, genera al 90% dei casi un aumento netto della serietà in azienda, ponendo in essere delle trasformazioni strutturali che consentono di avere sempre sotto controllo qualsiasi fattore interno ed esterno all'azienda.

Alla luce delle esplicazioni appena realizzate, infatti, gli esponenti di tale settore, con la finalità di proteggere il proprio operato, hanno voluto evidenziare pubblicamente gli effetti vantaggiosi e i benefici che sono in grado di creare, anche per andare contro coloro che, invece, definiscono la loro attività come un qualcosa di opportunistico e privo di interessi benevoli nei confronti delle realtà in cui si investe.

Tuttavia, come già anticipato, sempre in riferimento agli impatti che la proprietà istituzionale genera sulle aziende, non si sono registrati unici e soli commenti positivi, ma, anzi, in alcuni casi tale fenomeno è stato accompagnato da accezioni assolutamente negative; ad esempio, una decina di anni fa, hanno visto attribuirsi la nomea di “locuste”<sup>21</sup> da parte di alcuni studiosi e ricercatori. Questa denominazione gli è stata assegnata alla luce della considerazione di alcuni soggetti nei loro riguardi, i quali li hanno descritti come intenti a “risucchiare” l'intera redditività che presenta l'azienda nel medio, nel lungo e in particolar modo nel breve termine. Inoltre, qualche tempo più tardi, sono anche stati accusati di forzare la generazione di nuovo valore in azienda ricorrendo a procedimenti prettamente finanziari finalizzati a generare effetti prevalentemente nell'arco temporale di breve periodo, ovvero quello di loro interesse.

Un'ulteriore critica di non poco conto che è stata mossa sempre nei confronti dei medesimi soggetti si sostanzia nel fatto che sono emerse delle evidenze di alcuni studi per cui risultano essere colpevoli di scambi speculativi; in sostanza, questi investitori di carattere istituzionale sono stati accusati di scambiarsi tra loro società in cui investire al fine di lucrare contestualmente sul valore aggiunto che si genera dalla differenza tra quello che è il prezzo di vendita e di acquisto di un titolo.

Inoltre, altra nota che riprende il tema precedente e che preoccupa gli studiosi circa il comportamento di questi investitori, è costituita dal fatto che questi molto spesso effettuano delle vere e proprie operazioni di ristrutturazione industriale<sup>22</sup> finalizzate a far crescere rapidamente il valore dell'impresa e ciò li porta a pensare che queste riorganizzazioni siano guidate da ragioni di carattere speculativo volte ad implementare la preziosità degli asset dell'azienda.

Una volta esplorati i pensieri comuni appartenenti ai filoni principali della letteratura moderna, è bene anche individuare quelle che sono le principali influenze che l'introduzione in azienda della proprietà istituzionale può generare.

---

<sup>21</sup> Questa terminologia gli è stata affidata all'interno dell'articolo di Bracchi G. del 2007, intitolato “Il falso marchio di locuste”, pubblicato all'interno della rivista *IlSole24Ore*.

<sup>22</sup> La ristrutturazione costituisce una procedura di riorganizzazione dell'azienda che spesso viene implementata a seguito di fusioni o acquisizioni.

Più comunemente questa genera due tipologie di impatti:

1. **Impatto diretto:** è quello che generalmente crea un effetto istantaneo e soprattutto non mediato; l'impatto che per eccellenza in tale contesto viene definito diretto è quello che prevede, a seguito dell'ingresso in azienda di questi nuovi investitori, l'acquisizione da parte loro di una quota spesso sostanziosa delle partecipazioni che, automaticamente, può fargli ottenere in determinati casi la maggioranza assoluta in consiglio rendendoli liberi di deliberare ciò che credono più giusto; inoltre, spesso si è verificato l'acquisto in blocco di una quota sostanziosa di un'azienda e ciò ha generato una diminuzione del potere degli altri azionisti, consentendo, al contempo, di effettuare le cosiddette "votazioni in blocco".
2. **Impatto indiretto:** è quello che, a differenza di quello appena esplicitato, genera effetti meno palesi e che solitamente mostra le sue conseguenze con il tempo; questi sono quelli che, ad esempio, si manifestano all'interno dei settori in cui si vanno a collocare, provocandone una crescita oppure, più comunemente, sono quelli che rendono le aziende più attente e meno propense al rischio.

Nonostante le innumerevoli evidenze che sono state sottolineate all'interno di questo paragrafo, è possibile affermare come la gran parte della letteratura accademica sull'argomento sia maggiormente indirizzata nell'associare un ruolo positivo agli investitori istituzionali. Ovviamente, a livello globale però sembra quasi impossibile estendere tutti gli studi effettuati, proprio in ragione del fatto che ogni Paese presenta le proprie strutture e regole di partenza; ad esempio, una parte sostanziosa della letteratura sull'argomento è di origine inglese e, ovviamente, considerando le differenze a livello istituzionale, economico, organizzativo e operativo che caratterizzano questo Paese rispetto all'Italia, sembrerà scontato affermare che i risultati ottenuti in tale area siano inapplicabili o parzialmente applicabili al territorio italiano .

### ***2.2.1 Le conseguenze sul valore dell'impresa***

Oggi quando si cercano evidenze sulle relazioni che intercorrono tra la proprietà istituzionale e il valore dell'impresa, anche noto come "Firm Performance", si trovano ancora molte lacune, poiché ci si riferisce ad una tematica molto specifica che, seppur dovrebbe essere ormai abbastanza diffusa per l'elevato peso che detengono questi investitori, è ancora poco trattata. Tuttavia, gli studi che pervengono non aiutano neanche ad avere un quadro chiaro sull'argomento poiché sono stati registrati nel tempo risultati contrastanti, ognuno dei quali, inoltre, risulta fondato su quelle che sono le principali teorie economiche, come quella istituzionale o quella dell'agenzia.

Innanzitutto, la gran parte delle ricerche sul tema pongono le basi su quelli che sono i principi tradizionali di diversi studiosi, i quali si sono preoccupati di creare le fondamenta per tutti gli studi successivi in tema di creazione di valore nell'impresa e relativa connessione con le caratteristiche della proprietà della stessa. Tra questi, è bene citare, ad esempio, Berle e Means (1932) e successivamente Jensen e Meckling (1976), i quali

hanno rimpiazzato l'enunciato classico della teoria tradizionale secondo cui la proprietà azionaria di un'impresa può generare un impatto sul valore delle aziende, al fine di rafforzare il ruolo della composizione dell'azionariato dell'organizzazione definendolo come elemento determinante per la creazione del valore di un'entità aziendale.

Uno studio molto interessante su questo tema è quello svolto da Navissi e Naiker, ovvero due ricercatori dell'università di contabilità e finanza della Nuova Zelanda, i quali si sono posti come principale obiettivo quello di evidenziare la correlazione già citata e sussistente tra la proprietà di tipo istituzionale e la firm performance delle organizzazioni aziendali. Lo studio è stato realizzato su un campione di circa 120 aziende al cui interno vi è una porzione azionaria appartenente ad investitori istituzionali e, una volta individuate, ai fini dello svolgimento di un'attenta analisi, sono state suddivise in due macrocategorie:

1. la prima è quella all'interno della quale sono state inserite tutte quelle realtà al cui interno vi sono i cosiddetti "investitori attivi", ovvero sia quegli investitori che presentano un interesse nel lungo termine e che quindi presentano una forte attenzione nel far crescere il valore dell'azienda in cui si trovano (generalmente questi detengono anche una presenza effettiva all'interno del consiglio di amministrazione così da poter avere un pieno controllo della gestione);
2. la seconda è, infine, quella all'interno della quale vi sono tutte le imprese al cui interno sono presenti gli "investitori passivi", nonché quelli che per definizione sono principalmente interessati all'ottenimento di risultati nel breve termine e in ragione di ciò di norma vengono definiti come transitori, proprio perché tendono a non tenere una costante presenza nelle aziende, poiché quest'ultima è dipendente dall'ottenimento di risultati più che ottimali in tempi brevi (solitamente questi investitori non usufruiscono di una partecipazione attiva al consiglio di amministrazione come i precedenti).

Ciò che ha guidato la suddivisione delle aziende in queste due categorie è la diversità degli effetti che si generano in termini di creazione del valore. Infatti, proprio da tali studi sono emerse due evidenze molto importanti: le aziende che presentano una quota delle partecipazioni istituzionali appartenente a investitori attivi inferiore al 30% hanno registrato una correlazione positiva con il valore dell'azienda; mentre, quelle aziende con all'interno una quota maggiore del 30% sempre appartenente ad investitori istituzionali attivi ha dimostrato di avere una relazione non lineare con il valore dell'impresa. Di conseguenza si può parlare di una relazione positiva derivante da un monitoraggio attivo esclusivamente fino ad un certo limite di partecipazione azionaria, oltre la quale è stato dimostrato che vi sia un maggior rischio di prendere decisioni che si rivelano non congrue con il bene dell'azienda e dei suoi asset. Infine, è stato anche evidenziato da questo studio che la presenza di investitori passivi non genera alcun tipo di effetto sul valore dell'impresa e, di conseguenza, è stata evidenziata una correlazione neutrale (o inesistente).

A sostegno dei risultati ottenuti in questa ricerca sono stati ripresi diversi enunciati di alcuni studiosi degli anni '80. Più nel particolare, Shleifer e Vishny (1986) hanno da sempre sostenuto come vi sia un impatto positivo sul valore di mercato di un'entità aziendale quando si è in presenza di importanti investitori



istituzionali. Questi hanno spiegato che tale evidenza è assolutamente dipendente dalla presenza effettiva di meccanismi di monitoraggio forti ed efficienti che vengono innescati nella norma nell'esatto momento in cui entrano questi investitori all'interno di un'azienda.

Barclay e Holderness (1990) si sono anche soffermati sullo studio di questa relazione e tramite attente analisi di dati si sono resi conto di come solo l'annuncio dell'ingresso di un investitore istituzionale all'interno di un'azienda riesca a generare tanto scalpore da cagionare un riflesso immediato che porta ad un accrescimento del suo valore e dei suoi rendimenti. Questi arrivano a tali conclusioni sulla base di evidenze analitiche riscontrate e, inoltre, anche loro trovano la causa nell'introduzione di un sistema di monitoraggio più efficiente che non permette agli stessi addetti ai lavori di sentirsi liberi di prendere scelte per saziare i propri interessi, e, quindi, di andare contro il bene dell'organizzazione.

Un altro studioso che ha anche contribuito a dare una forma a quelle che sono le evidenze su tale argomento è stato Pound (1988). Nel fare questo studio ha preso in esame tre diverse ipotesi: la prima è quella in cui prevede l'esistenza di un "monitoraggio efficiente", per cui emerge che questo ultimo aumenta all'aumentare delle partecipazioni detenute dagli investitori istituzionali e, di conseguenza, se queste aumentano si genererà un proporzionale aumento del successo e del valore dell'impresa; la seconda ipotesi è quella che prevede la presenza del cosiddetto "allineamento strategico" tra investitori istituzionali e management aziendale i quali tenderanno ad influenzarsi a vicenda nell'ambito del voto a seconda delle esigenze che gli stessi presentano e proprio per questo qui si evidenzia una netta relazione negativa con il valore dell'impresa, poiché inevitabilmente si andranno a prendere decisioni inappropriate; l'ultima e terza ipotesi è, invece, quella che ipotizza che vi sia un tipico "conflitto di interessi" sempre tra investitori e management e ciò, come nel caso precedente, è inevitabile che porti ad una diminuzione del valore dell'azienda, poiché qui passeranno, ovviamente, in secondo piano quelle che sono le esigenze da attenzionare per la crescita dell'azienda a vantaggio dei meri argomenti di scontro tra le due categorie di soggetti. Quindi, questo studioso, in linea con le evidenze già citate, ha voluto mettere in evidenza come solo in presenza di un monitoraggio maggiormente efficiente si possa usufruire di un aumento del valore dell'azienda; tuttavia, come è stato possibile riscontrare, al contrario della gran parte delle ricerche, Pound si è voluto concentrare anche su quei fattori che, invece, inevitabilmente portano ad una diminuzione del valore aziendale, ovverosia la presenza di un allineamento strategico o, al contrario, di conflitti di interesse, tra management e investitori istituzionali.

Per concludere, alla luce delle evidenze esplicate all'interno del paragrafo, si può confermare che l'introduzione della proprietà istituzionale all'interno di un'azienda può generare degli effetti diretti sul suo valore. Tuttavia, la via che descrive il suo impatto non è univoca e coerente, ma sulla base degli studi qui evidenziati per captare se si è in presenza di una relazione lineare o meno tra valore dell'impresa e presenza della proprietà istituzionale bisognerà concentrare l'attenzione su fattori come: la percentuale della loro partecipazione, l'introduzione di sistemi efficienti di monitoraggio e di controllo e, per finire, il rapporto sussistente tra il management e gli stessi investitori.

## 2.2.2 *Le conseguenze a livello di Corporate Governance*

La Corporate Governance, ovverosia quel complesso sistema di regole, pratiche e processi posti in essere da un gruppo di individui interessati a far crescere l'azienda, nel tempo si è rivelata essere influenzata dalla presenza o meno di investitori istituzionali all'interno dell'organizzazione. Questo concetto, che mette in primo piano le influenze della proprietà istituzionale con la CG, sta diventando sempre più importante in questi ultimi decenni e, proprio per questo motivo, è stata oggetto di numerosi studi che ne hanno voluto evidenziare le peculiarità e i collegamenti sia in positivo che in negativo.

La grande attenzione che sta acquisendo questa relazione, inoltre, se da un lato è sempre stata sottovalutata per gli effetti che può generare, dall'altro è essenziale che sia compresa nelle peculiarità e nei punti cardine per poter avere chiari tutti i risvolti che possono avere origine nel corso di questa convivenza; tutto questo interesse su tale questione è assolutamente giustificato dal fatto che assicurare la stabilità e il buon funzionamento del governo di un'impresa risulta essere davvero importante per la sua stessa sopravvivenza, poiché qualora questa traballasse si porterebbe con sé l'intero business e tutti i suoi asset.

Le modalità mediante le quali gli investitori istituzionali riescono a produrre un impatto sulla corporate governance sono diversi e, più nel particolare è possibile citare strumenti come:

- il voto durante le assemblee degli azionisti<sup>23</sup>,
- la definizione di condizioni e termini alle società in cui si investe<sup>24</sup>,
- il dialogo con i consigli di amministrazione<sup>25</sup>.

Tra questi spicca per la forza che ne scaturisce il voto durante le assemblee degli azionisti che costituisce un potente strumento per gli investitori istituzionali, i quali possono sfruttarlo al fine di far valere le loro opinioni sulle faccende aziendali e porre in essere azioni di miglioramento della gestione secondo il loro parere. Inoltre, altro fattore che va inevitabilmente a irrobustire la loro presenza nell'ambito della corporate governance è la possibilità che spesso gli viene riconosciuta di proporre la nomina di propri amministratori indipendenti<sup>26</sup> che significa, quindi, acquisire un determinato peso durante i consigli di amministrazione, assimilando anche la funzione di rettifica della politica aziendale vigente o di altri sistemi di gestione se ritenuti non coerenti con quanto previsto dalla loro visione.

---

<sup>23</sup> L'acquisizione del diritto di voto per un investitore istituzionale proporzionale alle partecipazioni detenute rappresenta una faccenda alquanto importante perché in questo modo gli viene letteralmente attribuito il diritto a partecipare alle delibere delineate all'interno delle assemblee dei soci (ordinarie e straordinarie).

<sup>24</sup> Questa costituisce una pratica molto comune dei fondi per cui tendono a porre dei limiti veri e propri nel comportamento delle aziende e, al contempo, sono anche liberi di sottoporli a obblighi periodici che gli consentano di avere sempre una chiara visione d'insieme del business in cui hanno investito.

<sup>25</sup> Questo è uno strumento delicato che prevede la definizione di un rapporto diretto tra investitori istituzionali e amministratori per avviare una vera e propria Co-governance tra gli stessi; si tratta di un procedimento che può sfociare in un totale allineamento di tipo strategico tra gli stessi o nella nascita di un conflitto di interessi.

<sup>26</sup> Gli amministratori indipendenti (o non esecutivi), a differenza di quelli esecutivi, sono quei soggetti che all'interno di un'impresa hanno come principale funzione quella del controllo sulla gestione e sull'operato degli altri amministratori al fine di preservare il patrimonio aziendale da possibili disfunzioni derivanti da non conformità generiche.

Una volta delineate le modalità mediante le quali gli investitori istituzionali tendono a creare un impatto sulle aziende in cui partecipano, è bene proporre una rassegna letteraria che permette di individuare quelle che sono le fondamenta che hanno portato alle evidenze odierne sull'argomento.

Innanzitutto si parte dal presupposto che si tratta di un'area ancora non approfonditamente esplorata, tuttavia, i primi studi sul tema hanno evidenziato una netta separazione tra la proprietà istituzionale e la gestione vera e propria delle attività aziendali, infatti, Chaganti e Damanpour (1991) hanno sostenuto che persino l'eventuale esigenza della contestazione di una determinata modalità di gestione non poteva essere di competenza di questi investitori e che, anzi, una loro intromissione avrebbe solo potuto portare ad ulteriori peggioramenti.

Negli anni '80 del secolo scorso però questa situazione secondo cui si tendeva a mantenere una certa indipendenza e netta separazione tra il governo e la proprietà istituzionale andava via via a ribaltarsi. Proprio alla luce di ciò alcuni investitori istituzionali, per lo più fondi di private equity, hanno iniziato a rivendicare l'importanza delle proprie partecipazioni fino ad arrivare a far valere la propria presenza persino all'interno del consiglio di amministrazione stesso, nonché quel luogo che rappresenta il momento di maggiore espressione del governo di un'azienda.

Quindi, è stato possibile constatare che negli ultimi tempi gli investitori istituzionali hanno acquisito un ruolo di rilievo nel governo delle imprese in cui partecipano e, come se non bastasse, in alcune realtà aziendali sono anche diventati i proprietari più attivi dell'assetto di appartenenza, divenendo dei veri e propri ruoli chiave per la presa di decisioni significative relative ai percorsi della creazione del valore delle imprese stesse o sui processi operativi e gestionali da intraprendere o rettificare.

Qualche tempo più tardi, alcuni studi hanno sostenuto, a seguito di accurate osservazioni sull'andamento degli assetti proprietari ed operativi delle aziende, che questi tipi di proprietari di carattere istituzionale costituiscono quelli che per eccellenza si distinguono e spiccano per l'attenzione prestata nel monitoraggio delle specificità dell'azienda, ma, più nel particolare, in quello prestato sulla definizione delle svariate strategie aziendali, specie in quelle relative alla gestione del rischio. Proprio alla luce di ciò, infatti, la letteratura sviluppatasi sul tema ha rivelato che questi nello svolgere la propria funzione, abbracciano ampiamente quelli che sono gli enunciati della teoria economica dell'agenzia secondo cui gli investitori istituzionali contribuiscono alla creazione del valore dell'impresa ponendo in essere azioni che si rivelano a beneficio della corporate governance delle imprese in cui impiegano il proprio capitale. Di conseguenza, in questo modo, essendo tutti orientati verso un unico interesse, si dovrebbero andare ad eliminare le problematiche relative ai conflitti.

Quanto detto fino ad ora non lascia intendere che si possa parlare, quindi, di un'invasione da parte degli investitori istituzionali nei confronti del governo dell'impresa; tuttavia, si traduce nella mera volontà da parte di questi di porre in essere delle iniziative volte a far valere la propria presenza e il proprio controllo sulla base delle partecipazioni che detengono.

Nonostante le evidenze che sono emerse nel corso del tempo circa i comportamenti rispettosi degli investitori istituzionali nei confronti della crescita dell'azienda, bisogna tener conto che non sempre questa ha agito con l'esclusivo obiettivo di migliorarla, ma anzi si sono verificati casi in cui era evidente che questi operassero solo nel proprio interesse senza considerare i possibili risvolti negativi per l'organizzazione. Ad esempio, non sono stati pochi i casi in cui si sono rivelati essere più propensi a massimizzare i propri profitti nel breve termine piuttosto che a promuovere una governance efficace nel lungo, a danno, ovviamente, di quelli che sono i risultati delle strategie aziendali, specie nel campo economico e finanziario. Inoltre, ciò che accentua la pericolosità di queste situazioni risiede nel fatto che alcuni investitori istituzionali possono avere conflitti di interesse poiché detengono contestualmente ruoli sia nel consiglio di amministrazione delle società in cui investono che nei propri fondi di investimento.

*“Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso azionisti importanti delle società quotate dell'Unione e di conseguenza possono svolgere un ruolo di rilievo nel governo societario di queste ultime, ma anche, più in generale, per quanto riguarda la loro strategia e i loro risultati a lungo termine. Tuttavia, l'esperienza degli ultimi anni ha dimostrato che spesso gli investitori istituzionali e i gestori di attivi non si impegnano nelle società di cui detengono le azioni e che i mercati dei capitali esercitano sovente pressioni sulle società per ottenere risultati a breve termine, il che può mettere a repentaglio i risultati finanziari e non finanziari a lungo termine delle società e può condurre, tra le varie conseguenze negative, a un livello non ottimale di investimenti, per esempio nel settore della ricerca e sviluppo, a scapito dei risultati a lungo termine sia per le società che per gli investitori”<sup>27</sup>*

Alla luce di queste problematiche, a lungo si è pensato alle modalità più idonee per eliminarle o emarginarle il più possibile e, dopo accurati studi, sono stati ideati e introdotti diversi meccanismi finalizzati a promuovere contestualmente una corporate governance efficace e a far sì che tutti in azienda possano condividere gli obiettivi da cui tutti possano ottenere grandi benefici dal loro perseguimento.

Principalmente ci si riferisce a sistemi incentivanti e di intensificazione del controllo finalizzati a rafforzare l'impegno di questi soggetti nel realizzare un percorso di massimizzazione del valore dell'impresa e non dei profitti del mero investitore; d'altronde questi in realtà sono sistemi la cui implementazione prescinde dalla presenza o meno della proprietà istituzionale, poiché utili a delineare obiettivi comuni a tutti, così da poter definire al momento del loro raggiungimento una situazione WIN-WIN e, quindi, di vittoria per tutti coloro che sono in azienda, siano essi investitori istituzionali, siano essi soggetti appartenenti al management dell'azienda.

Inoltre, sempre in questo contesto sono state sviluppate diverse iniziative di stewardship e di engagement da parte degli investitori istituzionali proprio per responsabilizzare su tali temi. L'idea alla base di queste iniziative proposte è che gli stessi investitori dovrebbero iniziare ad assumersi la responsabilità di monitorare e

---

<sup>27</sup> Buontempo A., Fascicolo 3/2022; Rivista del Diritto del Risparmio.

influenzare la corporate governance delle società in cui investono migliorando l'intera situazione della stessa da un punto di vista economico, finanziario, operativo e amministrativo, piuttosto che limitarsi a uscire da tali società tramite la vendita delle loro azioni qualora si rivelino essere non soddisfatti della medesima gestione.

Da diversi anni ormai si è consapevoli della grande importanza che detiene la corporate governance all'interno delle aziende, essendo vista come l'organo che per eccellenza si preoccupa della protezione degli stessi azionisti. Infatti, nel 1999 con la principale finalità di generare dei miglioramenti sostanziali all'interno delle CG a livello mondiale, sono stati definiti in maniera del tutto armoniosa dei principi che bisogna sempre considerare per l'avvio di un sistema ottimale di governo, affinché questo sia anche in grado di restituire di riflesso un'acuta stabilità all'intera azienda. I principi citati sono raggruppati in cinque categorie ed è bene che tutti siano ben attenzionati; questi sono:

1. Attenzione agli azionisti e ai loro diritti;
2. Assicurare un trattamento equo per tutti gli azionisti;
3. Riconoscimento dei diritti di tutti gli stakeholder;
4. Adozione di sistemi ispirati alla trasparenza;
5. Riconoscere le responsabilità in capo al consiglio.

Per concludere, tornando agli effetti che la proprietà istituzionale genera sulla Corporate Governance, in sintesi, è possibile affermare che costituisce ancora un tema ricco di lacune proprio a causa delle innumerevoli problematiche che sorgono all'interno del sistema che garantisce la valorizzazione e il raggiungimento degli interessi aziendali, ovverosia della corporate governance. Tuttavia, alla luce di ciò ed essendo consapevoli dell'importanza che detiene l'avere un governo stabile e concentrato esclusivamente sulla crescita dell'azienda da un punto di vista strategico, operativo e gestionale, negli ultimi anni ci si sta impegnando per promuovere delle soluzioni che vadano ad eliminare dalle fondamenta la possibilità che si vadano a generare delle situazioni non in armonia con il bene dell'azienda.

### ***2.2.3 Le conseguenze sulla Competition***

Tra i tanti elementi che vengono sottoposti a cambiamenti e ad impatti vi è anche la condizione competitiva interna ai mercati, specie se si tratta di quelli di carattere oligopolistico.

Alla luce delle evidenze emerse in tale contesto, per lo più analizzate da studiosi accademici, si è stabilito nel dicembre del 2017 di organizzare una conferenza interna all'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) in cui si decidessero le modalità con cui porre in essere le valutazioni dell'impatto e, più nel particolare, della dannosità delle conseguenze che derivano dall'introduzione della proprietà istituzionale all'interno di società collocate in determinati settori.

L'incontro organizzato ha posto le sue basi su una discussione tenuta ben nove anni prima, ovvero nel 2008, e incentrata sulle conseguenze che si generano sulla concorrenza interna ai mercati di quelle aziende che presentano quote di partecipazione nei loro concorrenti (ovviamente si parla di quote minoritarie). Quindi, una volta rianalizzate le fondamenta della discussione di cui sopra, sono emerse delle evidenze di grande importanza in tale contesto che principalmente possono essere raggruppate all'interno di quattro diverse macro-categorie chiave:

1. Innanzitutto, l'avvio delle attività da parte dei fondi di investimento ha generato impatti significativi e sostanzialmente positivi su diversi settori e sulle relative aziende che li compongono; questi fondi presentano nella norma un portafoglio abbastanza diversificato poiché in questo modo possono usufruire di una importante riduzione del rischio cui sono esposti automaticamente detenendo partecipazioni sparse su più realtà.
2. Inoltre, è emerso che se da un lato la strategia di diversificazione genera una diminuzione sostanziosa del livello di rischi cui è esposta un'azienda, dall'altro va anche ad incidere sulla definizione degli incentivi di tipo competitivo definiti all'interno di uno specifico mercato; quindi, applicando tale evidenza alla proprietà oggetto della nostra analisi, è possibile confermare che in presenza di una forte concorrenza tra più società di uno stesso mercato, i primi a poter subire danni sono gli stessi investitori istituzionali, i quali di natura detengono un portafoglio diversificato e quindi con all'interno quote appartenenti a diverse società di uno stesso mercato che, ovviamente, tendono ad operare in contrasto. Proprio in ragione di ciò questi investitori scoraggiano ampiamente la messa in atto di azioni di concorrenza aggressiva facendo leva sulla propria posizione all'interno delle singole società cui partecipano.
3. Altre evidenze riprendono analisi empiriche di tipo economico, le quali hanno voluto dimostrare, ognuno con la propria opinione spesso contrapposta alle altre, come vi siano impatti differenti sulle condizioni competitive a seguito dell'introduzione della proprietà istituzionale in specifici mercati e settori.
4. Infine, sono state evidenziate le grandi difficoltà che possono derivare dalla valutazione degli effetti della proprietà istituzionale e dalla successiva definizione delle politiche volte a tenere a bada tutte le eventuali problematiche che possono scaturire dalla concorrenza; tuttavia, questo aspetto rimane ancora molto poco chiaro.

Il dibattito tenuto, quindi, si è rivelato particolarmente interessante sull'aspetto delle problematiche che si associano alla proprietà istituzionale. Ciò che è emerso è la volontà di volere definire delle chiare alternative cui poter far affidamento per poter affrontare e marginare la problematica della concorrenza in questo specifico contesto. Più nel particolare, una delle più quotate soluzioni è quella che si riferisce alla ricerca di un delicato equilibrio tra tutti quei benefici che derivano dalla diversificazione del portafoglio, da un'accurata ricerca di una struttura della corporate governance che consenta l'ottenimento di una maggiore efficacia ed efficienza degli aspetti operativi e amministrativi delle società e, infine, dalla fissazione di obiettivi di politica macroeconomica come quello che mira alla ricerca della stabilità da un punto di vista finanziario.

Tuttavia, è stato realizzato anche un ulteriore studio che è risultato molto importante sempre nell'ambito dell'analisi sulle relazioni che sussistono tra la proprietà istituzionale e la concorrenza. Questo è quello realizzato da Nyeso e Mancini, due operatori dell'OCSE, i quali hanno voluto proprio dimostrare tramite l'esposizione di fondamenti teorici ed empirici come la partecipazione contestuale dei fondi di investimento in più società differenti e appartenenti al medesimo mercato, le portino in maniera molto lineare e naturale a prendere la strada della collusione o, persino quella che determina la presa di decisioni commerciali finalizzate all'esclusiva crescita del valore di determinate società a scapito di altre.

Per concludere, considerando il processo evolutivo continuo che caratterizza la proprietà istituzionale, è ancora difficile stabilire un perimetro ben definito di quelle che sono tutte le conseguenze che questa può generare sotto l'aspetto della concorrenza e, più nel particolare, ci si riferisce a conseguenze negative che andrebbero evidenziate e sottoposte a controlli periodici da parte di autorità di vigilanza, affinché venga assicurato il corretto funzionamento del mercato concorrenziale.

#### ***2.2.4 Le conseguenze sul monitoraggio aziendale***

Il monitoraggio aziendale, anche noto come Business Performance management<sup>28</sup>, costituisce uno dei meccanismi chiave all'interno delle aziende, poiché è essenziale per osservare l'andamento dell'attività di business e captare se questo segue un percorso lineare o meno.

Andando più nel dettaglio, questo sistema può anche essere visto come dei veri e propri "cicli di feedback istantanei" che permettono di valutare se il comportamento adottato dal personale operativo e manageriale è coerente con gli obiettivi preposti e, di conseguenza, andrebbe a modificare questi ultimi o confermarli sulla base delle risultanze ottenute o, addirittura, ad attuare più o meno severe punizioni nei confronti di coloro che non svolgono a dovere il proprio ruolo.

Il monitoraggio, inoltre, appartiene alla grande categoria di Business Intelligence, ovvero sia un sistema complesso alimentato da continui flussi di dati e informazioni che consentono, per l'appunto, di avere tutto in ordine e sotto controllo al fine di poter prendere sempre decisioni basate su fatti razionali.

Anche quest'area, al pari di quelle già trattate nei precedenti paragrafi, presenta delle conseguenze non di poco conto a seguito dell'introduzione della proprietà istituzionale in azienda.

Innanzitutto, è bene ricordare che gli investitori istituzionali presentano un forte incentivo nel monitorare le società in cui immettono i propri capitali affinché questi possano vedere i propri interessi, specie quelli economici e finanziari, protetti. Di conseguenza, questi, una volta entrati in azienda, hanno una piena legittimità nel richiedere una maggiore trasparenza nella gestione di tutti gli aspetti che riguardano l'azienda

---

<sup>28</sup> Terminologia anglosassone.

e, più nel particolare, quelle aree che vengono maggiormente attenzione a causa della loro estrema delicatezza sono quelle riguardanti gli aspetti patrimoniali, operativi e, ovviamente, finanziari dell'azienda.

Tuttavia, negli ultimi tempi si è aggiunta un'ulteriore argomentazione molto attenzionata dagli stessi fondi, ovverosia l'attività che viene svolta dall'azienda in termini di sensibilità ambientale, sociale e di governance e, quindi, si tratta della ormai celebre reportistica ESG, anche questa molto spesso richiesta periodicamente dagli investitori. Questi ultimi o chi ne fa le veci, inoltre, possono anche richiedere l'abbandono di pratiche o politiche che non si rivelano coerenti con la loro visione di fare impresa, proponendone, ad esempio, un'alternativa, o addirittura, in alcuni casi, imponendola. Tuttavia, possono anche semplicemente proporre dei termini e delle condizioni il cui rispetto è la chiave per la continuazione del rapporto tra l'azienda e i nuovi investitori; alcuni esempi di queste condizioni che possono essere richieste sono:

- l'adozione di nuovi sistemi o di intere aree di interesse come l'etica e la compliance atte alla continua verifica della correttezza dei comportamenti delle aziende;
- la definizione di rapporti periodici finalizzati ad informare sul raggiungimento di obiettivi;
- il rispetto di accordi che prevedono l'avanzamento periodico su determinati obiettivi aziendali.

Il potere degli investitori istituzionali nell'ambito del monitoraggio è, quindi, abbastanza sostanzioso e, infatti, non è raro che questi richiedano alle aziende in cui investono delle reportistiche periodiche (mensili o trimestrali) affinché possano sempre avere sotto controllo tutte le questioni chiave per portare avanti una gestione efficiente ed efficace dell'azienda, assicurando al contempo il perseguimento delle strategie aziendali preposte.

In tale contesto si è sviluppata una grande letteratura e più nel particolare diversi studiosi come Cotter e Peck (2001) si sono battuti per evidenziare una realtà che spesso nel tempo era stata sottovalutata, ovverosia quella che riguarda la forza positiva detenuta dal monitoraggio svolto dagli investitori istituzionali, i quali facendo leva su questa attività riescono non solo ad assicurare dei risultati più costanti e meno incerti, ma anche a guidare nel dettaglio l'attività di controllo e, di conseguenza, anche la stessa performance dell'impresa.

Un ulteriore assunto citato da diversi studi tra cui quello di Wright del 2002, si sostanzia nell'evidenza che il monitoraggio svolto da soggetti esterni e, più nel particolare, dagli investitori istituzionali, riescono a mitigare quelli che sono i problemi di agenzia che caratterizzano la gran parte di queste attività. È stato affermato, infatti, che le attività di monitoring svolte sul management da parte di questi investitori e, quindi, di soggetti esterni all'azienda, riescono ad assicurare risultati ottimali e sicuramente superiori rispetto a quando le attività di controllo sono dall'interno.

Tuttavia, per poter porre in essere un oculato monitoraggio del comportamento operativo, in particolare del management dell'impresa in cui investono, il fondo dovrà sopportare un sostanzioso ammontare di costi al fine di raccogliere in maniera minuziosa tutte le informazioni necessarie per ottenere un quadro chiaro del loro operato; quindi, i costi sopracitati, nonostante siano finalizzati ad assicurare il corretto andamento dell'impresa



a beneficio del suo stesso valore, sono assolutamente a carico dell'investitore istituzionale, il quale però ponendo in essere tale attività riesce a compensare i precedenti costi con altrettanti benefici, di cui in realtà ne potranno godere tutti gli azionisti dell'azienda (Noe, 2002).

Per concludere, è possibile affermare che la letteratura, in realtà, ancora oggi non presenta un'univoca conclusione sull'impatto che l'arrivo della proprietà istituzionale genera sul monitoraggio aziendale. Ciò è possibile evidenziarlo soprattutto in considerazione delle teorie cui fanno riferimento gli studiosi che affrontano il tema che, infatti, prevalentemente ricollegano questa fenomenologia a due principali teorie:

1. La teoria dell'agenzia, quella che per la gran parte degli studiosi riesce a spiegare la motivazione che spinge gli investitori ad attuare questo tipo di monitoraggio nelle aziende in cui investono; questi, infatti, spiegano che mediante l'adozione di meccanismi stringenti sul monitoraggio si riescono a limitare i comportamenti scorretti del management, colmando al contempo le asimmetrie informative tipiche delle aziende ed eliminando di conseguenza gli effetti che queste generano (Howorth et al, 2004).
2. La teoria dell'imprenditorialità, per cui gli avanzamenti ottenuti in questo ambito del monitoring vengono fatti sulla base di stimoli che invogliano gli investitori stessi ad accogliere nuove opportunità di business e, inoltre, qui, al contrario della teoria precedente, non si generano grossi limiti al comportamento del management, ma anzi, si va ad alimentare il loro spirito di imprenditorialità e di agire in azienda, affinché possano porre in essere azioni volte ad accrescere il valore aziendale.

Quindi, nonostante ancora non vi sia una chiara definizione delle conseguenze che gli investitori istituzionali possano apportare in termini di monitoraggio aziendale, è possibile comunque affermare che questi principalmente generano un impatto in termini di promozione della trasparenza, di diffusione della responsabilità e della buona governance, così da poter aiutare a proteggere gli interessi degli azionisti e a migliorare la performance delle società.

### ***2.3 L'Institutional theory come supporto alla proprietà istituzionale***

A sostegno della forza detenuta dalla proprietà istituzionale e soprattutto a spiegazione di quelle che sono le fondamenta su cui pone le sue basi, è possibile catalogare diverse teorie di origini prettamente economico-comportamentali e sociali. Tuttavia, quella che maggiormente merita di essere trattata per le evidenze che pone in essere e per le assunzioni che fa in tema di società e relativa accettazione sociale di quelle che sono le istituzioni in senso ampio, è quella che per l'appunto prende il nome di teoria istituzionale. Questa pone i suoi capisaldi nell'odierno contesto economico e sociale, preoccupandosi al contempo di studiare approfonditamente le influenze che generano le istituzioni, siano esse di natura pubblica che privata, sulla società e su tutte le sue componenti.

L'assunto fondamentale da cui parte questa teoria è l'idea secondo cui le istituzioni rappresentano un elemento essenziale per comprendere a pieno le motivazioni che spingono gli individui a porre in essere determinati comportamenti e in generale anche a conoscere le ragioni che portano a determinate dinamiche sociali.

Più nel particolare, bisogna tener conto che quando si parla di istituzioni qui si fa riferimento alle organizzazioni pubbliche e private, alle norme sociali, alle leggi e in generale a tutte quelle regole che sono alla base dell'andamento della società.

La teoria istituzionale sviluppatasi a partire dagli anni '70 del secolo scorso, trae le sue origini dalla volontà di creare una risposta a quelle che erano le teorie dominanti di quel tempo, e più nel dettaglio, a quella della modernizzazione, la quale sosteneva che con il tempo le istituzioni tradizionali sarebbero scomparse e successivamente rimpiazzate da altre basate su valori prettamente occidentali.

Al contrario, invece, la teoria istituzionale si basa sul principio secondo cui le istituzioni tradizionali, grazie alla loro forza, riusciranno a resistere al cambiamento e alla cosiddetta "innovazione istituzionale".

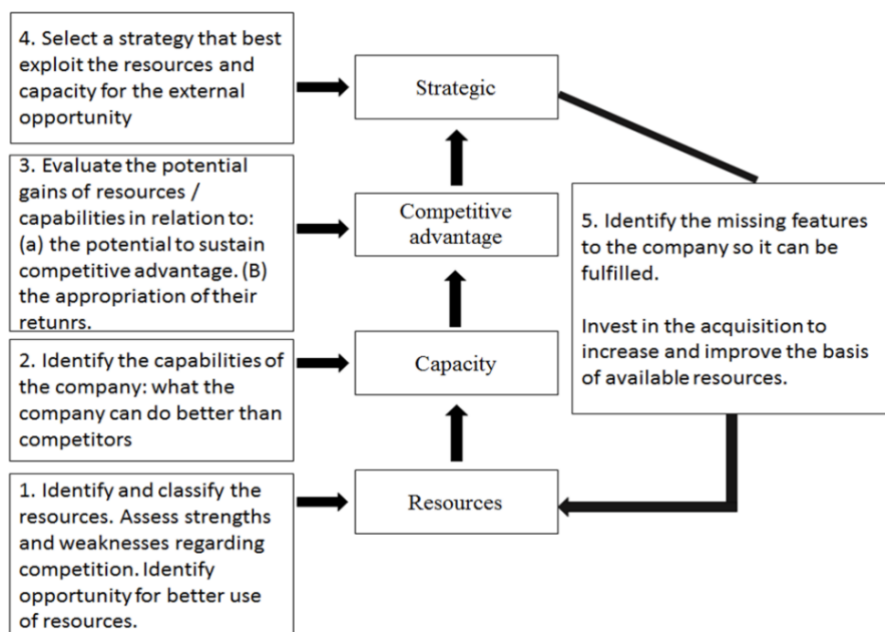
Un altro dei punti cardine su cui concentra l'attenzione questa teoria è, inoltre, la comprensione delle modalità mediante le quali le istituzioni si formano, si evolvono e influenzano la vita sociale; questo punto di analisi è essenziale per poter affermare che quando si parla di organizzazioni o norme sociali, questi non sono altro che il risultato di un processo di costruzione sociale e, ovviamente, la loro efficacia è assolutamente dipendente dal grado di legittimità e di accettazione sociale che riescono ad ottenere. Le istituzioni, quindi, risultano essere dei veri e propri modelli cui ispirare il comportamento umano. Un'altra evidenza proposta dalla teoria è quella secondo cui le organizzazioni non possono aspirare all'immediata adozione delle migliori pratiche presenti sul mercato, ma devono scegliere quella che più si sposa con le caratteristiche del contesto culturale e istituzionale di appartenenza. Questa teoria, infine, presenta molte caratteristiche comuni a quella della legittimità, secondo cui le istituzioni operano in continua interazione con tutti i sistemi sociali, influenzandosi di conseguenza a vicenda.

Il collegamento con l'avvento della proprietà istituzionale in azienda si sostanzia nel fatto che questa, una volta inseritasi nella nuova realtà in cui decide di investire i propri capitali, deve poter prima comprendere a pieno quello che è il contesto sociale in cui va ad immettersi al fine di delineare e promuovere il sistema che più si adatta alle esigenze già presenti in loco. Riprendendo le medesime parole dette in precedenza, quindi, questi investitori, al fine di radicarsi al meglio nel nuovo contesto, dovrebbero porre in essere una graduale costruzione sociale all'interno del quale inserire norme, regole e comportamenti che, anche se del tutto nuovi, riescano a farsi accettare fino a diventare delle proprietà intrinseche del comportamento dei soggetti dell'azienda di riferimento. Qualora la proprietà istituzionale non svolgesse quanto appena descritto non riuscirebbe ad ottenere né l'accettazione sociale da parte di coloro cui viene imposto un determinato input, né verrebbe vista come entità legittimata nello svolgere tali cambiamenti. Si tratta, infine, di porre in essere dei cambiamenti necessari per l'avvio dell'attività da parte di soggetti come i fondi di investimento, i quali, quindi,

si devono preoccupare di attuarli in maniera cauta e studiata e soprattutto basandosi sulle norme sociali già esistenti al fine di assicurarsi da parte di tutte le risorse un ampio accoglimento.

Due dei più grandi studiosi del contesto organizzativo aziendale, Grant e Barney, nel 1991 hanno proposto delle ricerche che prevedevano che le risorse interne ad un'azienda dovessero essere organizzate in modo assolutamente studiato e tale da far ottenere un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo. Anche qui, quindi, vengono ripresi i concetti chiave della teoria istituzionale per cui sostanzialmente il funzionamento interno dei sistemi delle organizzazioni è assolutamente dipendente da quella che è la prevalente accettazione da parte delle risorse. Più nel particolare, Grant ha stabilito un flusso per cui sulla base delle caratteristiche interne alle aziende si andassero a stabilire progressivamente i punti focali su cui concentrarsi per ottenere risultati aziendali ottimali; ha, infatti, previsto più step che portassero in un primo momento a delineare i punti di forza e di debolezza delle risorse per meglio sfruttare il loro potenziale, successivamente alla determinazione delle capacità dell'azienda e dei relativi vantaggi competitivi, per poi concludere con la definizione della strategia che più si rende idonea alle caratteristiche aziendali e alle esigenze delle risorse che dovranno poi metterla in atto.

Figura n° 12



Fonte: Grant (1991)<sup>29</sup>

Infine, ritornando ai principi della teoria istituzionale, quindi, questa rappresenta un importante contributo alle scienze organizzative specialmente nell'ambito sociale, poiché aiuta a comprendere a pieno il ruolo che detengono le istituzioni all'interno della società in cui si collocano e l'influenza che hanno sul comportamento

<sup>29</sup> R. P. O. Morè, R. Telles, S. V. Marinho, F. H. C. Correa; "Institutional Theory of Strategic Capacity and Competitive Advantage: Theoretical View of the Information Technology Industry in Brazil".

umano. L'obiettivo della teoria è, infatti, quello di incoraggiare gli individui a vedere le istituzioni come fattori chiave nella gestione delle organizzazioni, allertando contestualmente che il cambiamento istituzionale richiede un ampio e legittimo consenso sociale.

## Capitolo 3: Analisi empirica

### 3.1 Il contesto di riferimento dell'analisi

Negli ultimi tempi e, più nel particolare, negli ultimi dieci anni, i compensi riconosciuti ai CEO hanno registrato un forte incremento e ciò spesso è stato attribuito all'introduzione in azienda di fattori tra loro molto diversi. Gli studi che si sono sviluppati sulla tematica comprendono una vasta letteratura che può essere catalogata sulla base delle teorie economiche di riferimento, delle metodologie di studio riportate e, infine, dei fattori evidenziati come "origine" dei cambiamenti in termini di variazione di remunerazione riconosciuta ai dirigenti aziendali.

Prima di entrare nel cuore dell'analisi è bene però evidenziare quelle che sono le peculiarità e le note caratteristiche della remunerazione dei dirigenti d'azienda.

Innanzitutto, in uno studio realizzato nel corso del 2009 dal ricercatore Clarke è emerso che ciò che contraddistingue questa tipologia di compensation rispetto a quella dei dipendenti aziendali è, ovviamente, il suo ammontare; ciò che è risultato dalle ricerche quantitative poste in essere nel corso di questo studio è un fattore moltiplicativo di elevato spessore. Infatti, la remunerazione dei CEO, secondo le risultanze del medesimo studio citato, è pari a 431 volte la remunerazione di un dipendente di officina preso a campione. Clarke spiega che tali divari di elevata importanza nell'ambito delle retribuzioni riconosciute ai dirigenti d'azienda possono essere giustificate da diversi fattori, tra cui:

- il carico di rischi che pesa sulle spalle di questi soggetti, poiché la categoria dei CEO è quella che presenta in assoluto il maggior numero di rischi essendo i primi responsabili di qualsiasi vicenda o fatto che avviene in azienda e, di conseguenza, i primi a doverne rispondere, qualsiasi sia la fattispecie in oggetto;
- la responsabilità di cui si fanno carico, in quanto i CEO sono i primi garanti del processo decisionale in ambito strategico e, di conseguenza, le loro responsabilità sono di non semplice gestione, poiché richiedono elevate competenze manageriali e operative e, per questo, non si tratta di svolgere mansioni formali o ripetitive, ma volatili e assolutamente influenzate dall'ambiente circostante;
- la possibilità spesso ingiustificata che i CEO detengono nell'influenzare le decisioni del consiglio anche in tema di politica remunerativa; è successo che dei dirigenti abbiano condizionato la propria paga "colludendo" insieme al consiglio di amministrazione e delineando dei "mix retributivi" che prevedessero il riconoscimento di benefit, opzioni o altri strumenti alternativi;
- il valore dell'azienda in cui essi stessi operano, infatti, più studi hanno confermato che se questo cresce, anche la retribuzione da corrispondere aumenterà in maniera proporzionale e diretta, poiché in questo

modo si potranno ripagare le skills e le movenze strategiche di coloro che hanno permesso di dare origine ad un percorso di crescita dell'azienda, del suo valore e di tutte le sue risorse.

Questo primo quadro d'insieme sugli elementi che possono impattare sulle dinamiche retributive dei CEO riesce a dare una prima e generica idea su quelle che sono le più banali e frequenti ipotesi che generano delle modifiche nell'ammontare di questi compensi; tuttavia, oggigiorno sono molte le considerazioni che sono state fatte su tale argomento e per questo se ne è ampliata molto la portata e, automaticamente, anche la lista di elementi che possono essere direttamente o indirettamente collegati alle variazioni della remunerazione.

Alcuni studiosi tra cui Beker, Gibbs e Holmstrom (1994) hanno definito la retribuzione dei dirigenti come una questione assolutamente dipendente da quelle che sono le performance attese delle organizzazioni aziendali che possono essere genericamente considerate frutto di questi individui. A migliori risultati previsti per gli esercizi successivi corrisponderanno maggiori compensi da riconoscere ai dirigenti e, al contrario, nell'ipotesi in cui si definissero delle previsioni non ottimali e, quindi, in decrescita rispetto agli anni precedenti, senza alcun dubbio il compenso per i CEO conseguentemente andrebbe a calare, sempre in maniera proporzionale alle attese formulate. Ovviamente, in presenza di una grande sicurezza sulle potenzialità e sulla buona riuscita delle operazioni svolte dai CEO in forza delle competenze tecniche, strategiche e operative da loro detenute, automaticamente, anche in questo caso, si potrà parlare di un aumento della consistenza del suo stesso salario a prescindere dalle previsioni che vengono fatte nell'ambito prettamente finanziario.

Ulteriori elementi che vanno ad impattare in maniera preponderante sulla remunerazione dei CEO aziendali secondo innumerevoli studi sono la composizione, la dimensione e in via generica gli attributi del consiglio di amministrazione dell'azienda di cui fanno parte. Questo è un tema che è stato molto approfondito e interpretato alla luce dei principi di diverse teorie e che poi è anche stato oggetto di ulteriori ricerche da parte di realtà molto diverse a livello mondiale; un esempio di queste è la "Companies Act" del 2013, ovvero una legge del Parlamento indiano che si è preoccupata di regolare l'andamento delle società e la loro gestione, proponendo degli elementi chiave per l'interpretazione oggettiva della composizione dei salari e, più nel particolare, si è soffermata con maggiore attenzione su quelli dei CEO.

In prima linea, quando si parla di dimensioni del cda, è risaputo che da esso dipendono l'efficacia e la qualità del controllo dello stesso consiglio. Proprio alla luce di quanto appena detto e seguendo i principi della teoria dell'agenzia, è stato dimostrato da più studiosi che quando le sue dimensioni si presentano come medio-grandi, contestualmente si accentuerà notevolmente il monitoraggio sulle attività che vengono promosse sia a livello gestionale sia a livello operativo. Di conseguenza, si acutizzerà anche la sorveglianza sull'operazione di definizione dei compensi, compresi quelli dei CEO, i quali vedranno corrispondersi una remunerazione sicuramente più sostenuta rispetto a quella che avrebbero ricevuto qualora non ci fosse stata un'attenta e puntigliosa vigilanza (Guest, 2008). Tuttavia, non tutti i ricercatori concordano su questa linea di pensiero e,

infatti, ve ne sono molti che, sposando i concetti della teoria della *stewardship*, sostengono che in presenza di consigli di amministrazione di dimensioni più contenute si possono ottenere migliori risultati in termini di monitoraggio e di operatività decisionale in virtù della migliore coordinazione che si può ottenere tra i pochi membri che lo compongono, essendo significativamente più semplice in questo contesto la condivisione delle scelte e dei pareri che devono guardare al bene dell'azienda. Queste considerazioni ribaltano le affermazioni precedenti, confermando contestualmente che, in presenza di dimensioni di questo tipo, generalmente si assiste a riduzioni più consistenti della retribuzione da corrispondere ai CEO (Jaiswall e Bhattacharyya, 2016).

Nonostante i pareri contrastanti, ciò che risulta però è che la dimensione del consiglio di amministrazione, a prescindere da come essa sia, riesce a generare un impatto indiretto sulla specificazione delle retribuzioni dei CEO sulla base delle peculiarità che presenta principalmente in termini di sorveglianza e rigidità intrinseca dei processi decisionali.

Come detto precedentemente, vi sono diversi fattori del consiglio di amministrazione che possono essere considerati come fonte di influenza per la retribuzione analizzata nell'elaborato e tra questi vi è anche la frequenza e la qualità in termini di attenzione delle riunioni convocate. Queste, ovviamente, servono a garantire la continua protezione di quelli che sono gli interessi dell'azienda e di tutti coloro che sono i suoi portatori di interesse ma, più nel particolare, dei suoi shareholders. Ovviamente, l'aumento del numero di assemblee non fa altro che amplificare il monitoraggio e contestualmente diminuire la possibilità che si verifichino conflitti di agenzia. Proprio per questo, si va anche a delimitare la possibilità di andare a modificare in maniera del tutto aleatoria il valore delle retribuzioni a vantaggio dei CEO, poiché si pongono in essere acuti controlli che ne inibiscono anche la sola richiesta.

L'indipendenza del consiglio è un altro elemento che incide notevolmente sui meccanismi di vigilanza sull'operato dei CEO; infatti, secondo la teoria dell'agenzia la presenza di amministratori indipendenti nel cda di un'azienda riesce fortemente a rafforzare il monitoraggio su questi e contestualmente a razionalizzare il loro compenso in modo tale che sia esattamente commisurato alle mansioni e alle attività da essi svolte e, infine, con le responsabilità che sempre su questi gravano (Fama e Jensen, 1983). Tuttavia, come per le altre questioni trattate, anche qui vi sono filoni differenti e, ad esempio, la teoria del potere manageriale ha evidenziato, contrariamente a quella appena citata, che i CEO traggono dei vantaggi dalla presenza di amministratori esterni, poiché, soprattutto se nominati da loro, riescono a salvaguardare i loro interessi aumentandone anche i compensi stessi (Van Essen et al., 2015). In tale contesto si è pronunciato anche il Companies Act 2013 definendo che, in presenza di amministratori indipendenti esterni che si contraddistinguono per le competenze possedute in termini tecnici e operativi, si potrà ottenere un netto miglioramento dei meccanismi di governance e di quelli che portano alla definizione dei compensi da corrispondere in generale in azienda.

Anche la presenza di comitati interni ai consigli incide notevolmente sull'efficacia delle attività di monitoraggio e di sorveglianza, specie quando si tratta di comitati a questo adibiti, ovvero comitati di revisione e di controllo, il cui loro ruolo è principalmente quello di aumentare la qualità del processo decisionale di un'azienda. La loro presenza, quindi, ai sensi degli enunciati della teoria dell'agenzia, permette di assicurare

l'efficacia e l'efficienza delle scelte prese e, inoltre, delimita il potenziale comportamento dei CEO nello svolgimento di operazioni di aumento irrazionale dei propri compensi (Xie, Davidson e DaDalt, 2003). La teoria dei processi manageriali, invece, in linea con il suo percorso, va contro le affermazioni della teoria dell'agenzia, sostenendo, invece, che il maggior numero di membri del comitato sotto analisi può solo generare confusione e inefficienze a livello strategico (Zajac e WestPhal, 1995). Sempre il Companies Act 2013, raccogliendo le informazioni di tutti gli studi effettuati sul tema, ha formulato la propria teoria secondo cui qualora si sia in presenza di un comitato di revisione composto da minimo tre amministratori si riesce ad assicurare una sorveglianza efficace e una definizione dei compensi per i CEO basata su scelte guidate dalla logica e dalla misura.

Negli ultimi tempi, inoltre, si sta diffondendo in maniera assolutamente repentina una forma di compensi alternativa al mero riconoscimento di una maggiore retribuzione in "contanti", questa è la cosiddetta "CEO equity linked compensation", ovverosia la retribuzione azionaria che consente ai CEO stessi dell'azienda di partecipare alla proprietà della stessa mediante il riconoscimento di strumenti di diverso tipo.

Tra questi, i più adoperati sono:

- Le opzioni su azioni<sup>30</sup>, ovverosia una generica forma di compenso che consente, in questo caso ai CEO, ma che può essere anche riconosciuta ai dipendenti con differente qualifica, di acquisire azioni della società presso cui operano ad un prezzo concordato preventivamente;
- Le azioni vincolate<sup>31</sup>, ovverosia quelle azioni che vengono riconosciute ai dipendenti di un'azienda una volta che vengono soddisfatti i cosiddetti "requisiti di maturazione";
- Le azioni di performance<sup>32</sup>, nonché quelle che vengono legate al raggiungimento di specifici obiettivi in termini di performance e che molto spesso vengono adoperate proprio per eliminare definitivamente i conflitti di agenzia e fare in modo che lo stesso CEO abbia come unico obiettivo il medesimo dell'azienda stessa (non solo in termini economici o finanziari);
- Bonus e benefit di vario genere.

Queste sono solo alcune delle tipologie con cui si possono tradurre questi compensi, tuttavia, ciò che è certo, però, è che negli ultimi tempi stanno prendendo sempre più piede proprio a causa della grande forza che possiedono nel riuscire a far crescere l'azienda sotto tanti aspetti. Quando ci si riferisce a queste remunerazioni, non si parla esclusivamente di migliorie per l'azienda o per la sua crescita, essendo capaci di generare vantaggi in termini di minori conflitti di interessi o di un maggiore coinvolgimento, ma di benefici veri e propri anche per gli stessi CEO, i quali possono ottenere loro stessi di più dalla realtà in cui impiegano le proprie competenze e il proprio tempo.

Come per tutto, anche in questo contesto, bisogna sempre attenzionare determinati fattori quando si adoperano tali mix di retribuzione e, soprattutto, bisogna anche essere cauti nella loro formulazione poiché è possibile

---

<sup>30</sup> Anche denominate "Stock option".

<sup>31</sup> Anche denominate "Restricted stock".

<sup>32</sup> Anche denominate "Performance share".



che si generino problematiche in termini di regolamenti stringenti da seguire, di normative fiscali o, infine, è possibile che a lungo andare il coinvolgimento dei CEO nella proprietà aziendale possa creare problemi in termini di fastidi interni tra gli stessi azionisti.

Tuttavia, per concludere, quello dei compensi corrisposti ai CEO è una tematica ancora molto calda e oggetto di numerosi studi e ciò che accende sempre di più l'attenzione su tale fronte è da un lato il divario che ancora oggi sussiste tra i compensi corrisposti all'interno di una stessa azienda, mentre, dall'altro, invece, è la curiosità legata al funzionamento dei nuovi e sempre più diffusi meccanismi retributivi incentivanti che vengono adoperati dalle aziende per far condividere da tutti i dipendenti gli obiettivi prefissati.

Ciò che si vuole captare e individuare tramite questo studio è, quindi, l'origine a cui si può ricollegare la variazione di questi compensi e, soprattutto, quelli che sono i singoli fattori che maggiormente vi incidono. Si parte dai più generici ricollegabili alle caratteristiche intrinseche della figura degli stessi dirigenti o della composizione del consiglio in cui si collocano, e si approda a fattori più specifici come il punteggio ESG registrato dalle reportistiche periodiche o la presenza di investitori istituzionali interni alla governance dell'azienda di riferimento.

### ***3.1.1 ESG score e gli effetti sulla “CEO Compensation”***

Uno degli obiettivi essenziali che questo elaborato si propone di raggiungere è quello di cogliere mediante un'analisi empirica la correlazione che sussiste tra l'incorporazione da parte delle organizzazioni della divulgazione ESG e i conseguenti score a livello ambientale, sociale e di governance registrati e la CEO Compensation<sup>33</sup>, analizzando più nel particolare la “CEO equity linked compensation”.

Su tale argomentazione sono stati sviluppati diversi studi. I risultati ottenuti sono generici e, spesso, di natura contrastante e, proprio per questo motivo, all'interno di questo paragrafo si vuole dare una visione d'insieme sulla tematica di interesse e sui risultati che sono stati ottenuti nel corso del tempo dalla letteratura.

Come abbiamo già potuto constatare all'interno del primo capitolo, oggi si è nettamente intensificata l'attenzione in azienda verso le questioni ambientali, sociali e di governance. Quest'ultima genera un impatto in senso ampio sulle organizzazioni e riesce anche a incidere sui sistemi remunerativi e, di conseguenza, anche su quelli di incentivazione, i quali hanno subito notevoli cambiamenti per lo più in positivo.

È di fondamentale importanza fare una premessa essenziale per portare avanti tale analisi, ovvero che all'interno del pilastro della governance è possibile individuare tra le tematiche quella dell’“executive compensation”, nonché quella che si sostanzia principalmente nella raccomandazione della definizione di una retribuzione equa e incentivante per tutti coloro che propongono le strategie aziendali, poiché mediante il loro

---

<sup>33</sup> La “CEO Compensation”, ovvero la remunerazione che viene riconosciuta ai dirigenti o amministratori delegati di un'azienda, segue un sistema che viene definito “Pay for performance”, nonché una strategia retributiva basata su salari alti, bonus e benefit di vario tipo che viene adottata per allineare gli interessi al fine di spronare i CEO ad operare nell'esclusivo interesse dell'azienda e, quindi, per il suo successo.

operato dovrebbero portare ad un accrescimento del valore dell'organizzazione e, in un'ottica ESG, dell'intera comunità in cui l'azienda si trova ad operare giornalmente.

Alla luce di quanto appena detto, negli ultimi tempi si è registrato un aumento sostanzioso di tutte quelle pratiche che prevedono l'integrazione tra i parametri e gli indici sul raggiungimento dei traguardi ambientali, sociali e di governance e la compensation da riconoscere ai dirigenti aziendali ("CEO Compensation").

Questa procedura è identificata come un vero e proprio sistema di incentivazione verso tutti coloro che si trovano ai vertici delle organizzazioni e, quindi, tutti coloro che prendono le decisioni che si trovano alla base dell'andamento operativo dell'azienda.

Il fine ultimo di legare il raggiungimento degli obiettivi sostenibili alla remunerazione dirigenziale è quello di invitare in maniera diretta i CEO a porre in essere azioni concrete nei confronti dell'ampio tema della sostenibilità, mediante una modifica o, addirittura, una sostanziosa rivoluzione del proprio business attuale per trasformarlo in uno uguale ma con un minore impatto; se il business trattato, invece, si presenta già in armonia con i principi ESG, la loro azione si tradurrà in una banale ma essenziale intensificazione dell'impegno declinato sempre nei tre ambiti dei pilastri.

Quanto appena descritto rappresenta un semplice meccanismo che riprende l'ideologia alla base dei sistemi aziendali secondo cui, se si definisce un'unica e sola direzione di interessi interna all'organizzazione verso la quale tutti soddisfano le proprie pretese ed esigenze ed ottengono contestualmente dei vantaggi. Si potrà confermare allora la situazione WIN-WIN in cui tutti coloro che hanno un rapporto con l'azienda potranno beneficiare di un tornaconto dalle azioni svolte nel contesto della sostenibilità.

Oggi, in particolare, sono gli azionisti che insistono sul raggiungimento degli obiettivi di carattere ambientale, sociale e di governance, poiché costituiscono dei fattori chiave per l'inclusione delle organizzazioni all'interno di cluster aziendali di un certo spessore, oltre che rappresentare una condizione essenziale per poter usufruire di vantaggi in termini economici e sociali.

Oltre a tale interesse, vi è anche da sottolineare il principale motivo che spinge ad adottare questo sistema di incentivazione finalizzato a garantire il raggiungimento degli obiettivi ESG: il dovere che le imprese hanno nel far convergere la propria attività verso realtà che riescano a mitigare l'attuale situazione di crisi che il globo sta affrontando e su cui, purtroppo, non resta più molto tempo per intervenire.

Vi è da aggiungere che questa non è una procedura totalmente nuova e, proprio per questo motivo, le aziende sono più propense all'adozione, in quanto ne conoscono la fattibilità.

Uno studio molto importante sull'argomento è quello svolto durante un Forum con un gruppo di leader aziendali organizzato dalla Harvard Business Law School. Durante questo "confronto", degli analisti si sono voluti concentrare sulle peculiarità che questo sistema presenta e sull'andamento che in generale sta avendo. Gli studiosi hanno innanzitutto evidenziato un dato molto importante che è stato registrato: un aumento di quasi il 10% dal 2020 al 2021 del numero di aziende che adottano tale pratica incentivante. Tuttavia, hanno

contestualmente posto l'accento anche su delle complessità cui l'azienda deve far fronte al fine di sfruttare tutti i benefici di questo sistema.

Come prima cosa, è stato constatato che sarebbe opportuno per le organizzazioni monitorare gli obiettivi sostenibili prescelti per un tempo di circa 1 o 2 anni prima di legarli in maniera definitiva alla remunerazione; ciò consentirebbe di verificare quali sono gli obiettivi realmente rilevanti per l'azienda, al fine di non porre in essere troppi cambiamenti che potrebbero far perdere la credibilità dell'incentivo. Inoltre, è stata anche evidenziata la grande complessità che si trova nella misurazione degli obiettivi legati alle performance ESG rispetto a quelli tradizionali, i quali prevedono delle procedure ormai standardizzate.

Successivamente, un altro importante risultato si sostanzia nel fatto che sono stati identificati i vari passaggi che presumibilmente dovrebbero essere affrontati al fine di porre in essere il miglior sistema da un punto di vista funzionale.

Gli step identificati sono essenzialmente otto:

1. Identificazione dei traguardi raggiungibili: è essenziale che questi siano materiali, durevoli e verificabili;
2. Valutazione dell'effettiva utilità dell'operato di coloro che sono impegnati nella macroarea degli obiettivi prescelti;
3. Stabilire le misure da adottare e scegliere se impostarle in termini assoluti o relativi e qualitativi o quantitativi;
4. Individuazione dei soggetti che usufruiranno del sistema di retribuzione legato agli obiettivi ESG;
5. Definizione delle tempistiche che l'obiettivo richiede per essere raggiunto (breve, medio e lungo termine);
6. Preoccuparsi che le metriche adoperate rispondano alle aspettative della cultura aziendale;
7. Osservazione delle reazioni dei vari portatori di interesse;
8. Rivalutazione periodica degli obiettivi ESG stabiliti affinché ci si assicuri che siano sempre attuali.

Per concludere, sempre il medesimo studio, ha voluto approfondire gli impatti che l'incorporazione degli obiettivi ambientali, sociali e di governance nei programmi di remunerazione e di incentivazione hanno avuto nelle aziende partecipanti a tale forum. Innanzitutto, la domanda posta durante la "conference Board" è stata: "what best describes your company's approach to including ESG-related goals in executive compensation programs?". Successivamente, al fine di ottenere risposte il più possibile standardizzate sono state fornite sei differenti repliche cui le organizzazioni potevano aderire:

Figura n° 7

Q: What best describes your company's approach to including ESG-related goals in executive compensation programs?



Fonte: ESG Performance metrics in Incentive Plans Roundtable, The Conference Board 2022

Come è possibile captare dal grafico sovrastante, la quota maggioritaria delle aziende che hanno partecipato ha dichiarato di aver inglobato un sistema di remunerazione alternativo che considerasse gli obiettivi sostenibili dal 2020 e sulla base di questa pratica hanno registrato notevoli cambiamenti che le hanno spinte a continuare e rafforzare tali procedure.

Di conseguenza, è possibile affermare che tale studio rafforza l'idea dell'incorporazione della divulgazione ESG come priorità per tutte le organizzazioni, le quali, alla luce dei risultati registrati, a loro volta, dovrebbero fare in modo di incentivare la classe dirigenziale a porre in essere un cambiamento di valore nel lungo periodo.

Un altro studio le cui evidenze si presentano in modo molto interessante è quello svolto dalla Boston University. Qui ci si è soffermati sull'analisi delle ragioni che spingono le organizzazioni a legare la compensation dei CEO ai risultati in termini di responsabilità ambientale e sociale delle stesse aziende. Innanzitutto, tra le spiegazioni maggiormente accreditate vi è "l'aumento dei costi e dei rischi associati al cambiamento climatico". Successivamente ad incidervi vi è anche la definizione di una normativa sempre più stringente nell'ambito della sostenibilità che, mettendo alle strette le aziende, le porta a migliorare significativamente il loro impatto dalla base definendo nuove strategie che siano compatibili con una visione al 100% responsabile. È, infatti, proprio in tale contesto che nasce la necessità di incentivare il management a rivoluzionare il proprio operato stravolgendo i principi su cui basare la propria attività.

Inoltre, tale ricerca è riuscita anche a dimostrare che il valore di mercato delle aziende comprese nel cluster di analisi è aumentato all'incirca del 3% negli anni successivi all'adozione dei sistemi di remunerazione legati alla responsabilità sociale d'impresa. Tuttavia, tale aumento del valore si verifica solo se il sistema prescelto è chiaro ed effettivo, poiché in molti casi è stato constatato come vi siano effetti nulli proprio a causa dell'inconsistenza delle procedure che vengono effettuate esclusivamente per motivi di immagine.

Un'analisi molto rilevante in tale ambito e degno di essere esplorato è anche quella pubblicata nel 2020 che ha visto come protagoniste delle aziende indiane. La peculiarità di questa ricerca si colloca nel fatto che viene svolta una sorta di denuncia nei confronti degli elevati divari retributivi presenti in azienda. Quanto appena detto rappresenta uno dei punti che si presentano nella maniera più delicata all'interno delle organizzazioni poiché se da un lato tale retribuzione è totalmente influenzata dal valore di mercato dell'azienda, dall'altro, come sostengono gli studiosi, non è corretto che ancora oggi in azienda sia presente questo clima di iniquità nel salario che non fa altro che creare insoddisfazione tra i dipendenti della medesima realtà. Alla luce di quanto appena detto, questo studio si è concentrato sugli effetti in tal senso della divulgazione ESG e i risultati hanno evidenziato una correlazione negativa tra l'indice che indica l'intensità della reportistica e il livello dei compensi riconosciuti ai CEO. In altre parole, maggiore è il livello di divulgazione, minore è il compenso registrato per gli amministratori.

Questo risultato viene giustificato dal fatto che la diffusione delle informazioni sulle attività che vengono portate avanti dall'impresa nell'ambito ambientale, sociale e di governance, contribuisce a ridurre notevolmente l'asimmetria informativa all'interno dell'azienda e non solo, poiché aumenta contestualmente la trasparenza anche nei confronti di coloro che si collocano all'esterno e, quindi, verso tutti coloro che sono definiti "portatori di interesse".

L'argomentazione trattata fino ad ora, come è stato possibile constatare, è stata oggetto di numerosissimi studi che ne hanno evidenziato al tempo stesso la grande portata e la non univocità dei risultati ottenibili.

Tuttavia, ciò che accomuna tutti questi studi sono le fondamenta secondo cui i CEO non devono essere remunerati esclusivamente per migliorare la performance aziendale, ma anche e soprattutto affinché siano incentivati a prendersi cura dell'ambiente circostante e di tutte le sue risorse, a creare valore aggiunto per la società in cui ci si colloca e, infine, ad affrontare le preoccupazioni dei propri stakeholder come fossero le proprie.

Alla luce di tutte queste evidenze e delle analisi portate avanti nel primo capitolo dell'elaborato, è possibile affermare che la reportistica ESG viene ormai sempre più adoperata per supportare a pieno la crescita della sensibilità nei confronti della sostenibilità quando si pone in essere la valutazione di un qualsiasi investimento all'interno di un'azienda. I fattori ambientali, sociali e di governance, quindi, vengono ormai adoperati come leve per incentivare la messa in essere di una maggiore consapevolezza interna circa le opportunità e i rischi

che si possono rispettivamente cogliere ed evitare operando in una realtà basata sui sani principi di questo nuovo mondo.

Ciò che si vuole sottolineare è ciò che emerge da numerosi studi, ovvero che oggi è sempre più frequente l'utilizzo degli score derivanti dalla reportistica sulla sostenibilità come elementi caratterizzanti della remunerazione da riconoscere a coloro che in azienda sono i responsabili delle decisioni strategiche e operative e, quindi, di coloro da cui dipende il processo decisionale aziendale.

In conclusione, la letteratura è riuscita a evidenziare l'importanza che l'ESG oggi detiene nel contesto aziendale, e, per di più, come visto all'interno di questo paragrafo, ha posto anche le basi per poter sostenere che sussiste una correlazione tra il punteggio ESG ottenuto dalle organizzazioni e la remunerazione che viene riconosciuta ai CEO. Più nel particolare, si vuole, infatti, sostenere l'assunzione secondo cui un miglior punteggio in termini ambientali, sociali e di governo sia sintomatico di una minore presenza di asimmetrie informative e di una più ampia trasparenza della gestione aziendale, dando anche la possibilità di ridurre significativamente i "conflitti di agenzia" sussistenti tra azionisti e dirigenti aziendali, facendo leva sugli strumenti appartenenti alla categoria del cosiddetto "CEO equity linked compensation" (Liu, Miletkov, Wei e Yang, 2015).

### ***3.1.2 L'Institutional Ownership e gli effetti sulla "CEO Compensation"***

Nonostante non vi sia tra le finalità ultime di questo studio l'analisi della correlazione che sussiste tra CEO compensation e la presenza di investitori istituzionali in azienda, bensì il ruolo che ha questo ultimo nel moderare la relazione tra ESG score e la medesima remunerazione già citata, è bene prima di entrare nel cuore dell'analisi farne una premessa, poiché è utile ai fini del pieno recepimento di quello che potrebbe essere il suo impatto, a prescindere dai punteggi che si ottengono a livello ambientale, sociale e di governo.

Quindi, questo paragrafo si preoccupa di fare una breve descrizione di quella che è la letteratura esistente sulla tematica che vede come protagonista la relazione tra l'entrata in azienda degli investitori istituzionali e gli effetti che essa stessa genera sulla definizione della remunerazione dei CEO.

Questo aspetto, che risulta essere molto rilevante poiché può fungere da guida e modello per la stessa proprietà istituzionale nella definizione delle proprie modalità di agire in questo contesto, risulta essere ancora oggi poco esplorato e, in realtà, la letteratura che lo ha affrontato è così poco vasta che, proprio per questo motivo, sembra essere nel complesso abbastanza coerente.

Negli ultimi tempi, come è stato già possibile constatare nel corso del secondo capitolo, la proprietà istituzionale sta soppiantando sempre di più la mera proprietà individuale. Ciò, ovviamente, ha generato innumerevoli impatti sulle aziende e in generale sui mercati, trasformando quelle che erano le forme tradizionali delle organizzazioni in altre caratterizzate da una maggiore dispersione della proprietà.

L'effetto su cui si concentrerà tale paragrafo è, quindi, quello che vede come protagonista la definizione della remunerazione dei CEO e dei cosiddetti "mix retributivi", ovvero sia quelle tipologie di compensi che risultano maggiormente coerenti con l'attività che viene portata avanti tipicamente dagli investitori istituzionali e che prevedono la definizione di strumenti come stock option, benefit o performance share.

Generalmente ciò che guida le scelte dei proprietari di tipo istituzionale è la via che gli consente di ottenere un controllo efficiente di tutte le questioni interne all'azienda in cui investono i propri capitali; quindi, proprio per questo motivo, questi scelgono la remunerazione dei propri dirigenti aziendali sulla base di quella che, come detto, gli consentirà di avere un pieno monitoraggio di essi e affinché siano contestualmente spinti ad agire esclusivamente per il bene dell'azienda stessa.

Quindi, gli investitori istituzionali, ove possono, sulla scorta delle ipotesi poste dalla teoria dell'agenzia, modellano la compensazione dei CEO sulla base della capacità che vi è in azienda di monitorare gli agenti, ovvero sia i manager o i dirigenti, ricorrendo qualora fosse necessario anche a meccanismi di incentivazione da utilizzare al fine di allineare quelli che sono gli interessi dell'intera organizzazione; in altre parole, mediante questi meccanismi sopracitati si riesce a creare un quadro di obiettivi comuni a tutti i soggetti in azienda, siano essi appartenenti al management o alla proprietà.

I sistemi di incentivazione appena citati sono molto utilizzati all'interno delle aziende poiché garantiscono il buon comportamento degli individui che occupano ruoli rilevanti all'interno delle imprese e, al contempo, favoriscono il mantenimento e il rafforzamento della competitività e la formazione di un governo sano ed esclusivamente interessato alla crescita della realtà aziendale di riferimento.

Tuttavia, questi meccanismi di incentivazione e compensativi possono essere distinti in due principali categorie, ognuna delle quali risulta essere adatta a specifici contesti aziendali:

1. I sistemi che legano la remunerazione al comportamento dei dirigenti, che prevedono delle revisioni dello stipendio a seconda della condotta adottata dagli stessi (un esempio sono i bonus);
2. I sistemi che legano la remunerazione ai risultati ottenuti, che prevedono la modifica del salario sulla base del raggiungimento o meno degli obiettivi prefissati (un esempio sono le stock option).

Eisenhardt (1989) durante il corso dei suoi studi sul tema, ha sempre sostenuto che all'interno delle aziende in cui è possibile effettuare un più attento monitoraggio sulla gestione aziendale, si prediligerà sempre adoperare una remunerazione basata sul comportamento; invece, quando si è in presenza di un'elevata complessità in termini di controllo dei comportamenti dei dirigenti, allora si dovrà prediligere la compensazione basata sull'ottenimento dei risultati stabiliti.

Quanto esposto appoggia le sue basi su quelli che sono i principi definiti all'interno della teoria dell'agenzia, poiché a prescindere dalla tipologia di compensation che viene scelta, si tratta di adottare meccanismi volti principalmente a ridurre nettamente i costi di agenzia, poiché fin dal principio l'obiettivo è quello di ridurre

se non eliminare del tutto la presenza di asimmetrie informative tra i proprietari e il management cui viene affidato il compito di portare avanti tutte le attività nell'interesse della crescita dell'azienda.

Negli ultimi tempi, inoltre, sono sorte delle evidenze in contrasto sulla tematica della proprietà istituzionale, perché se da un lato si ipotizzava che la sua introduzione in un'azienda potesse far ottenere risultati positivi in termini di riduzione sostanziosa dei conflitti di agenzia, dall'altro la loro introduzione può contestualmente causare una maggiore dispersione della proprietà aziendale tale da ridurre significativamente l'efficacia del monitoraggio da parte degli stessi proprietari. Quindi, è proprio per queste ragioni che ci si è spostati verso la remunerazione incentivante, così da poter controbilanciare questi effetti e neutralizzarli in maniera definitiva.

Uno studio svolto nel 2002 sul tema della compensazione in presenza della proprietà istituzionale, ha voluto proprio concentrare la propria attenzione su come la proprietà istituzionale va ad influenzare la remunerazione dei dirigenti. Mediante il ricorso ad indagini sulla correlazione tra queste due questioni e tenendo contestualmente a mente i capisaldi della teoria dell'agenzia, Khana, Dharwadkar e Brandesb sono arrivati a diverse conclusioni tra cui quella principale che ha evidenziato che a maggiori livelli di dispersione della proprietà corrispondono livelli maggiori di remunerazione e, soprattutto, un maggiore ricorso a quella di tipo incentivante, nonostante comunque prediligano lo strumento remunerativo classico, che però non riesce a garantirgli un'efficace monitoraggio del management.

Per concludere, come è stato possibile captare nel corso di questo paragrafo, è possibile affermare che gli investitori istituzionali detengono un ruolo rilevante nell'influenzare la remunerazione dei CEO aziendali e soprattutto il loro ruolo si acutizza in termini di importanza quando si vuole garantire che questa assicuri un continuo flusso di interessi condivisi da parte di tutti coloro che popolano l'azienda. Ovviamente, quando si parla di "interessi condivisi" banalmente ci si riferisce a quelli che sono gli obiettivi comuni a tutte le aziende, a prescindere dal settore di appartenenza, ovverosia la massimizzazione del valore dell'azienda e del ritorno sugli investimenti.

### ***3.1.3 Gli obiettivi dello studio***

Prima di entrare nel cuore dell'analisi e delineare in maniera concreta e chiara l'obiettivo di questo documento, sarebbe di aiuto ricapitolare quelli che sono i protagonisti chiave di questa ricerca, per individuare in un momento successivo i vari ruoli che essi stessi detengono all'interno di questo elaborato. Si tratta prevalentemente di tre elementi che sono già stati trattati ampiamente e che qui verranno visti come indipendenti proprio per rievdenziarne le principali peculiarità. Questi sono:

- Il punteggio ambientale (Environmental score), nonché uno degli elementi chiave della reportistica ESG alla stregua del punteggio sociale e di governance. Come è stato già constatato all'interno del



primo capitolo di questo elaborato, fin dalle origini questo pilastro è sempre stato maggiormente attenzionato e trattato con maggiore priorità rispetto agli altri due, prevalentemente alla luce delle emergenze maggiormente tangibili che lo caratterizzano (come, ad esempio, il cambiamento climatico); quanto appena detto è concretamente evidente anche negli interessi manifestati da parte degli azionisti delle aziende, i quali tendono a concentrare la gran parte delle proprie “forze” su questi investimenti che, agli occhi del mercato, sono quelli che al giorno d’oggi non possono mancare, poiché, come è stato anche possibile dimostrare durante la crisi sanitaria del 2020, una loro cattiva gestione può essere fonte non solo di enormi danni a livello prettamente ambientale, ma anche economico e sociale. Ciò, quindi, va a spiegare la motivazione che ha spinto questo studio a concentrare la propria attenzione esclusivamente su questo pillar e a tralasciare, contestualmente e momentaneamente, gli altri due. Tuttavia, ovviamente, da un punto di vista formale i fattori ambientali, sociali e di governo vengono essenzialmente posti tutti su uno stesso piano.

Ritornando alle connotazioni proprie del punteggio ambientale, è possibile affermare che si tratti di un indicatore che va a misurare l’impatto che una qualsiasi attività, a prescindere dalle finalità che presenta, genera in termini ambientali, e, quindi, ci si focalizza principalmente su fattori come il livello di emissioni di gas serra che sprigiona, il danno sulle risorse della terra, la generazione di rifiuti pericolosi e non, la tipologia di energia utilizzata o, per finire, la tipologia di catena di fornitura che viene adoperata. Tutti questi fattori, se ben considerati, possono far crescere lo score ambientale, caso contrario, scenderà e ciò avrà una ricaduta pesante in termini di immagine e reputazione all’interno di un mercato che pone su questi fattori una grande attenzione.

- La presenza di investitori istituzionali in azienda, elemento che è sempre più preponderante, dal momento che la proprietà istituzionale è sempre più interessata a investire i propri capitali in realtà strutturate come quelle aziendali, poiché è stato dimostrato che è proprio da queste che nel tempo si riescono ad ottenere i migliori risultati in termini assoluti, poiché qui non ci si ferma al mero ritorno economico nel breve termine, ma si tratta di un investimento che nel lungo termine generalmente dà origine a longevi e fruttuosi risultati.
- La CEO Compensation e la CEO Equity linked Compensation, due fattori essenziali che, in questo studio, si vogliono trattare contestualmente dal momento che si vuole partire da un contesto generico per approdare su una particolare categoria di retribuzione, ovverosia quella azionaria, che è quella che non intacca i profitti aziendali, ma che consente ai CEO di partecipare alla proprietà dell’organizzazione di cui fanno già parte. Entrambe le tipologie di remunerazione citate sono soggette a preponderanti influenze da parte di diversi fattori interni ed esterni alle realtà imprenditoriali.

Una volta ripercorse una ad una le fattispecie chiave utili a porre le fondamenta per l’avanzamento delle analisi di interesse per questo studio, è bene procedere in maniera cauta ma approfondita all’individuazione della tematica chiave che ha spinto l’avvio di questo studio, ovverosia: in primo luogo, l’identificazione delle

relazioni che sussistono tra i punteggi ambientali interni alla reportistica ESG e la definizione della CEO Equity linked Compensation; in secondo luogo, il recepimento del ruolo effettivo che detiene l'institutional ownership nel moderare la suddetta relazione all'interno delle realtà aziendali attuali che risultano essere sempre più caratterizzate dalla presenza dei soggetti appena citati.

### ***3.1.4 Le ipotesi a supporto dello studio***

Una volta delineati gli obiettivi che si propone di raggiungere questo studio, è essenziale definire quelle che sono le ipotesi sulla base delle quali si evolverà la restante parte dell'elaborato e, quindi, quegli assunti che fungeranno da guida per l'intera analisi empirica che si svolgerà a partire dal prossimo paragrafo.

È possibile individuare due grandi ipotesi, ognuna delle quali si focalizza su un particolare aspetto delle relazioni che si vanno a instaurare tra i tre diversi fattori ampiamente trattati all'interno del paragrafo precedente: la remunerazione azionaria dei CEO, i punteggi ambientali del rating ESG e la percentuale indicante la presenza di investitori istituzionali all'interno delle aziende.

La prima ipotesi formulata (H1) si compone di uno specifico dettaglio che segue la tendenza della letteratura esistente e già trattata all'interno del capitolo e, in cui, quindi, si ipotizza che sussista una correlazione positiva tra i punteggi ambientali registrati a livello di rating ESG e la definizione della CEO Equity linked compensation (all'aumentare dell'uno, aumenterà di conseguenza anche l'altro); più nel particolare l'assunto che viene formulato è:

H1: Il punteggio ambientale appartenente al rating ESG è correlato positivamente ai livelli di retribuzione azionaria che vengono riconosciuti periodicamente ai CEO aziendali.

La seconda ipotesi (H2), invece, si presenta in maniera più articolata e si sostanzia in un enunciato che va a studiare l'innovativo ruolo di moderatore che assume l'institutional ownership nel regolare la relazione oggetto dell'analisi della precedente ipotesi e, quindi, di quella sussistente tra l'Environmental score e i livelli di remunerazione azionaria dei CEO; l'ipotesi che formalmente viene formulata è:

H2: La presenza di investitori istituzionali all'interno di un'azienda funge da ruolo di moderatore sulla relazione sussistente tra l'environmental score e la CEO Equity linked compensation.

Ricapitolando, rispettivamente si vanno ad assecondare le teorie enunciate già da precedenti studi per ciò che concerne la relazione positiva tra ESG e remunerazione dei CEO, ma questa volta facendo un focus sulla sfera ambientale e ciò viene spiegato principalmente da quelle che sono le volontà di spronare gli stessi dirigenti a porre in essere azioni che siano coerenti con i principi di sostenibilità. È, infatti, proprio per questo motivo che si parla principalmente di questa tipologia particolare di remunerazione, ovverosia quella azionaria, poiché è

quella che tipicamente viene riconosciuta in maniera misurata al raggiungimento di determinati obiettivi da parte di coloro che, in questo caso, detengono il potere decisionale in ambito strategico e operativo in azienda. In secondo luogo, ciò che si vuole dimostrare ulteriormente è che l'institutional ownership e, quindi, tutti gli investitori istituzionali, una volta che decidono di investire i propri capitali in un'azienda, generano una serie di cambiamenti che portano a modificare totalmente l'assetto dell'organizzazione. Tra i fattori che subiscono influenze vi è anche la relazione già ampiamente trattata e, più nel particolare, qui, non si vuole evidenziare il semplice effetto che può generare, ma il più ampio ruolo di moderatori che essi stessi possono svolgere nel gestire questa correlazione.

Per concludere, queste due distinte ipotesi servono a porre le basi per le dimostrazioni che si vogliono far emergere da questo studio e, inoltre, è bene precisare che si tratta di affermazioni la cui validità per alcuni versi viene presunta sulla base della letteratura esistente, mentre, per altri, si tratta di assunzioni del tutto ipotetiche e delineate sulla base di analisi incrociate di differenti studi di ricerca.

### ***3.2 Metodologia di ricerca***

Nei paragrafi successivi appartenenti a quest'area si concentrerà l'attenzione sull'esplicazione di quella che è stata la metodologia di ricerca prescelta per il raggiungimento degli obiettivi di questo studio.

Più nel particolare, in un primo momento verranno analizzate per filo e per segno le varie tappe che hanno caratterizzato la raccolta dei dati; queste possono essere sintetizzate in cinque punti:

1. La selezione delle fonti di ognuno di questi dati raccolti;
2. La scelta dei criteri che hanno portato alla scelta di alcuni dati rispetto ad altri;
3. La definizione delle modalità operative di integrazione e di elaborazione dei dati;
4. La messa a punto del procedimento mediante il quale si è riusciti a realizzare una Dataset contenente tutte le informazioni raccolte;
5. La selezione delle variabili utili a svolgere lo studio, ovverosia quelle indipendenti, dipendenti, di moderazione e di controllo;

Successivamente, una volta svolta la raccolta e la definizione di tutti i dati, si andranno a delineare quelle che sono le analisi statistiche necessarie per il reperimento di tutte le informazioni circa le correlazioni esistenti tra gli ESG score e la remunerazione azionaria dei CEO e per captare, inoltre, l'effettivo ruolo che gli investitori istituzionali detengono nel regolare questo rapporto.

#### ***3.2.1 Il campione di dati adoperato***

Lo studio posto in essere pone le sue basi su un campione dalle dimensioni abbastanza circoscritte, si tratta di una base di dati composta da informazioni relative a 207 aziende differenti, le cui caratteristiche che

hanno portato alla loro selezione riguardano la provenienza americana, la quotazione in borsa e la presenza all'interno del proprio assetto proprietario di quote appartenenti agli investitori istituzionali.

Queste aziende, una volta individuate, sono state osservate in tutte le loro componenti per un periodo di tempo che va dal 2015 al 2021 e, di conseguenza, si può parlare di un totale di osservazioni che ammonta ad un numero pari a 1449 (207 società per 7 anni).

Una volta definito il perimetro del campione cui fare riferimento nella definizione delle analisi, si è passati ad uno dei momenti più cruciali: la definizione di tutti quei dati utili alla messa a punto dello studio e la loro successiva raccolta.

Le fonti di tutte le informazioni ricercate sono tre: Orbis, MSCI ESG e, infine, BoardEx.

Più nel particolare, tutti i dati di origine finanziaria sono stati reperiti dal database di Orbis, ovverosia la più grande banca dati che fornisce informazioni societarie a livello mondiale e che mantiene la propria posizione dominante in termini di economia e finanza da più di settanta anni. È uno strumento che si sostanzia nella visione di un portale all'interno del quale è possibile interrogare lo strumento fornendo specifici input sulla base delle richieste che si hanno; inoltre, ciò che può essere evidenziato tra i suoi punti di forza è la possibilità che dà di ottenere una visione a 360 gradi delle informazioni delle società registrate nel database (sono all'incirca 450 milioni) e la successiva opportunità di effettuare anche delle analisi comparative a livello economico-finanziario e non solo.

Per ciò che concerne i dati relativi ai punteggi ambientali e, quindi, quelli contenuti all'interno dei rating ESG aziendali, sono stati tutti reperiti all'interno del database MSCI ESG. Questo costituisce un altrettanto importante portale che nasce con la principale finalità di andare a colmare i gap informativi delle istituzioni finanziarie circa gli indici, le performance, i fattori di rischio ambientali, sociali e di governance dei portafogli detenuti dalle società a livello mondiale. Questa piattaforma di dati non è l'unico e il solo fornitore di questi dati, poiché vi sono anche altri database abbastanza validi come, ad esempio, Standard Ethics o Sustainalytics, che si preoccupano di somministrare il medesimo servizio, tuttavia però costituisce il fornitore leader, ovvero quello che fra tutti è preferito per le funzionalità e la facilità con cui supporta le decisioni di coloro che vi ricorrono mediante la messa a terra di accurate valutazioni fondate sui punti di forza e di debolezza e sui rischi e le opportunità ricollegabili direttamente alle questioni ESG.

Per finire, i dati relativi alla CEO Equity linked compensation sono stati reperiti dal database BoardEx, ovverosia una delle più grandi banche dati di riferimento per la sfera universitaria e per la ricerca scientifica in ambito accademico. Questa piattaforma contiene principalmente le informazioni sulla governance delle aziende e, più nel particolare, sui consigli di amministrazione delle società private e quotate in borsa. Costituisce la fonte che per eccellenza, infatti, viene adoperata per raccogliere informazioni circa i compensi dei CEO aziendali e tutte le eventuali informazioni sugli stessi e su eventuali collegamenti con società e reti.

Una volta conclusa la raccolta di tutti i dati utili allo svolgimento dell'analisi, si è passati alla loro aggregazione e contestuale integrazione, affinché potessero essere applicati direttamente al campione adoperato nello studio.

Ciò che è da evidenziare è che per ognuno di questi dati sono state raccolte delle informazioni per un numero complessivo di sette anni, ovverosia quelli di osservazione del campione (2015-2021); tuttavia, per quanto riguarda la CEO Equity linked compensation, invece, si parlerà di una doppia analisi poiché in uno stesso periodo o anno di osservazione verrà analizzata sia all'anno  $t$  che all'anno  $t+1$ .

Chiarita la semplice metodologia di aggregazione dei dati si è passati alla realizzazione di un Panel Data Analysis o, semplicemente, Panel dataset o regression. La particolarità e l'importanza di questa metodologia di studio si sostanzia proprio nel fatto che mira ad effettuare un attento studio sull'andamento che nel tempo ha una determinata fattispecie relativa ad un'organizzazione; in altre parole, si va a porre in essere un'analisi longitudinale che consente di capire come una determinata variabile si evolve nel tempo e sotto determinate condizioni. Inoltre, i dati che alimentano questa struttura sono identificati come "dati panel", ovverosia serie di dati scanditi su un certo arco temporale ( $t$ ) durante il quale vengono osservati nel loro comportamento ( $i$ ).

La definizione di questi panel può essere svolta seguendo due metodi abbastanza differenti: il Fixed-effect model, nonché il modello della covarianza, della variabile fittizia individuale e dei minimi quadrati, e il Random-effect model, ovverosia il modello dell'intercettazione casuale o del pooling parziale.

La scelta tra i due modelli viene fatta sulla base delle risultanze di un test chiamato Hausmann Test, che riconosce il metodo più idoneo in funzione delle peculiarità delle variabili specifiche che si vanno ad analizzare e sulla base di diverse verifiche che puntano a captare se le caratteristiche individuali delle realtà le cui variabili si stanno analizzando sono influenzate a loro volta dagli attributi detenuti o meno. Più nel particolare, ogni qualvolta si sia in presenza di variabili la cui entità viene influenzata dalle caratteristiche individuali della realtà di appartenenza viene adoperato il modello a effetti fissi (Fixed-effect model); qualora, invece, ciò non avvenisse e, quindi, se gli elementi caratterizzanti le entità che si vanno ad analizzare non influenzano le variabili oggetto dello studio, allora si dovrà adoperare il modello ad effetti casuali (Random-effect model).

Alla luce di queste evidenze ed essendo consapevoli che i dati analizzati in questo studio sono soggetti a variazioni sulla base delle caratteristiche intrinseche delle realtà di appartenenza, allora si è optato per lo svolgimento di un tipo di analisi ad effetto fisso.

### ***3.3 Le variabili prese in esame***

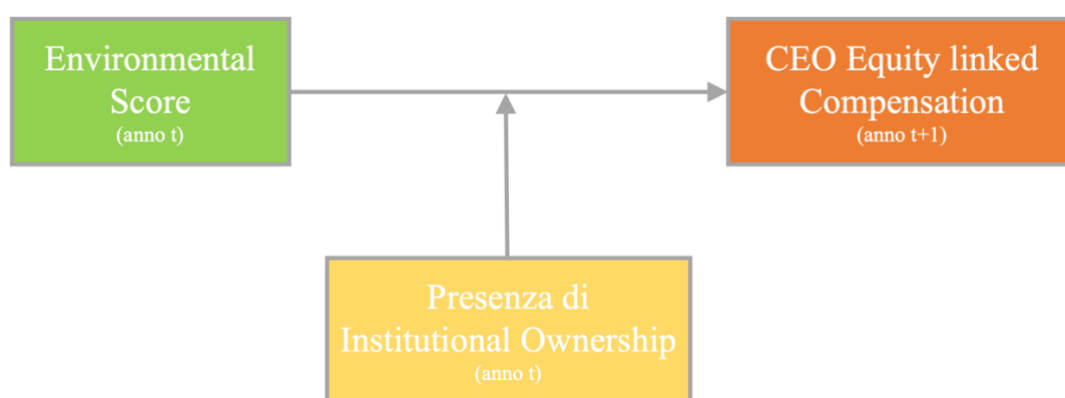
Le variabili raccolte e immesse nel Panel dataset sono esaminate tutte sulla base di una determinata classificazione che permette all'analisi di mantenere una certa precisione e oggettività. Più nel particolare, è possibile evidenziare tre categorie principali di variabili:

1. La variabile dipendente, qui rappresentata dalla CEO Equity linked Compensation all'anno  $t+1$ ;
2. La variabile indipendente, definita dal punteggio ambientale del rating ESG;
3. La variabile di moderazione, identificata dalla quota di partecipazione degli investitori istituzionali all'interno delle aziende oggetto di analisi.

Queste sono le tre variabili che sono state raccolte per ognuna delle aziende che sono state analizzate all'interno del campione e costituiscono quelli che sono gli elementi essenziali per la realizzazione di questa analisi. Inoltre, come è stato già possibile esplicitare in precedenza, ognuna di queste presenta una relazione a sé stante con le altre e, in realtà, si può parlare di due principali e distinte correlazioni con delle direzioni ben precise, che, per l'appunto, sono quelle che si vogliono dimostrare tramite questo studio. Ricapitolando brevemente, quindi, la prima relazione è quella che vede gli effetti dei punteggi ambientali sulla definizione della CEO Equity linked compensation al tempo  $t+1$  e la seconda, invece, è quella che analizza l'impatto che la presenza dell'Institutional Ownership genera sulla prima relazione citata.

Graficamente:

Figura n° 8



Fonte: elaborazione personale a cura dell'autore

Tuttavia, all'interno di questo studio è possibile individuare una quarta categoria di variabili, quelle di controllo, essenziali per limitare i possibili errori che possono scaturire nell'effettuare un'analisi di tipo empirico. Le variabili adoperate in questo contesto sono sei: dimensione dell'azienda, CEO Equity linked Compensation al tempo  $t$ , ROA, ROE, Leva finanziaria ed EBIT.

Nei paragrafi successivi sarà possibile avere una panoramica più chiara per singola variabile.

### 3.3.1 La variabile dipendente

Come visto precedentemente la variabile dipendente, ovverosia quella condizione che deve cambiare durante le fasi di analisi e, quindi, quella che si vuole osservare e misurare, è quella che va a cogliere l'ammontare della CEO Equity linked compensation al tempo  $t+1$ . Questa costituisce una variabile standard che è stata oggetto di esame in innumerevoli studi al fine di captare come l'ammontare di remunerazione azionaria che viene riconosciuta ai dirigenti d'azienda possa variare al variare di un numero indefinito di fattori.

Una particolarità che è bene evidenziare è che, in questo studio, viene considerata in relazione ad una variabile puramente quantitativa quale è il punteggio ambientale; tuttavia, non è sempre così perché diversi studi hanno, invece, voluto evidenziare il suo rapporto con altri fattori, anche di carattere qualitativo.

### ***3.3.2 La variabile indipendente***

Il punteggio ambientale del rating ESG è quello che viene raccolto all'interno del portale MSCI ESG e che consente di capire come realmente un'azienda si comporta nei confronti del Pianeta e delle sue risorse e, quindi, il livello di responsabilità adottato e praticato. Tuttavia, si tratta di un punteggio che ancora oggi non è standardizzato, dal momento che non tutte le reportistiche inerenti alle questioni ambientali, sociali e di governance delle imprese sono realizzate in maniera uguale, ma presentano delle divergenze in termini di calcolo e di indici adoperati.

### ***3.3.3 La variabile di moderazione***

La variabile di moderazione è quella che si presume vada a svolgere il ruolo di “regolatore” su un rapporto sussistente tra due variabili distinte. Quella prescelta in questa ricerca, come già anticipato, si presenta come abbastanza peculiare, dal momento che va a cogliere quella che è la quantità di partecipazioni in mano ad investitori istituzionali all'interno delle società quotate del campione. Ciò che si vuole spiegare è proprio l'impatto che essa genera in termini di controllo della relazione sussistente tra variabile dipendente e indipendente e ciò perché nel corso del tempo la letteratura ha dimostrato come questa variabile riesca a gestire una serie di relazioni interne alle aziende e, tra queste, si vuole dimostrare che vi rientra anche la stessa remunerazione azionaria riconosciuta ai dirigenti d'azienda.

### ***3.3.4 Le variabili di controllo***

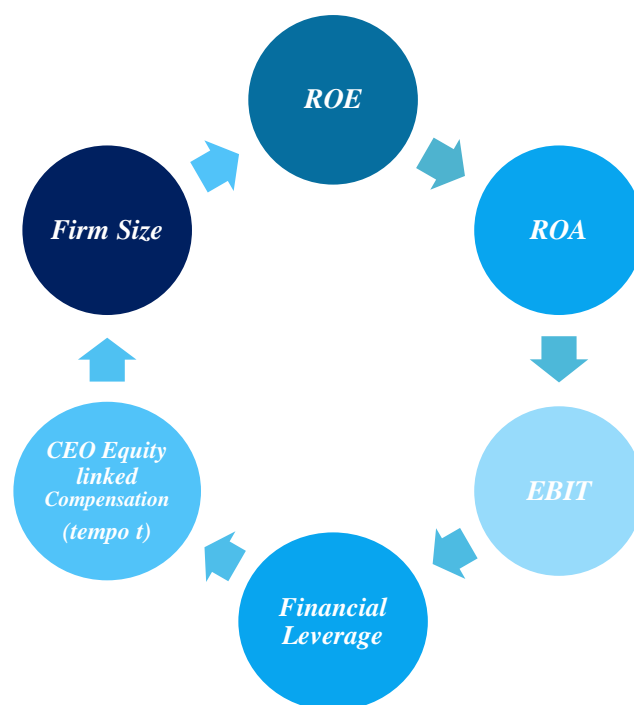
Per ciò che concerne le variabili di controllo, comunemente ci si riferisce a quelle che all'interno del contesto di analisi devono fungere da elementi “costanti” e di cui, inoltre, nelle fasi di indagine, se ne vanno anche a captare le relazioni con la variabile dipendente. La loro presenza, quindi, va a restituire allo studio svolto un senso di maggiore serietà e oggettività, poiché servono proprio a limitare le imprecisioni e le inesattezze delle statistiche che si vanno ad effettuare.

All'interno di questa analisi, come è stato già anticipato, è possibile distinguere sei diverse variabili di controllo:

1. La dimensione dell'azienda o Firm size, che non è altro che il logaritmo naturale del numero di dipendenti presenti in un'azienda;

2. Il ROE, o Return on Equity, che costituisce uno degli indicatori maggiormente significativi per le aziende, dal momento che va ad indicare la redditività del capitale proprio e si definisce mediante il rapporto tra utile netto ed equity ripulito dall'utile netto;
3. Il ROA, o Return on Asset, che è anche questo un indicatore della redditività dell'azienda, ma questa volta la si studia in relazione alle risorse che vengono investite e lo si calcola come risultato del rapporto tra utile netto e totale attivo, il tutto moltiplicato per cento.
4. L'EBIT, o Earning before Interests and Taxes, che, invece, costituisce il risultato operativo che registra l'azienda ed è quello che fa capire realmente l'andamento del business e, quindi, la redditività dell'impresa non tenendo conto, ovviamente, della struttura finanziaria dell'azienda;
5. La leva finanziaria, o Financial Leverage, che è quell'indicatore che per eccellenza definisce la situazione debitoria dell'azienda tenendo in considerazione contestualmente i mezzi propri di cui dispone e lo si può ottenere mediante il rapporto tra Debito ed equity;
6. La CEO Equity linked compensation al tempo  $t$ , che, infine, non è altro che una variabile identica a quella presa come riferimento come variabile dipendente, tuttavia, cambia il periodo di riferimento poiché si prende la remunerazione azionaria dell'anno corrente, essendo cruciale per la definizione di quella dell'anno successivo.

Figura n° 9



Fonte: elaborazione personale a cura dell'autore



### *3.4 Le analisi svolte*

A seguire di questo paragrafo verranno illustrate le principali evidenze che risultano dalle analisi svolte sul campione adottato. Tuttavia, prima di mostrarle, si vogliono chiarire brevemente e in via del tutto teorica le peculiarità e il funzionamento delle tecniche di studio adottate al fine di soddisfare le prerogative di questa ricerca. Inoltre, trattandosi di uno studio che al proprio interno considera contestualmente più di due variabili, si è dovuto ricorrere a meccanismi statistici avanzati che permettessero la rilevazione congiunta dei cambiamenti delle relazioni matematiche che caratterizzano questi fattori.

Per iniziare si è partiti con lo svolgimento di un'analisi statistica puramente descrittiva. Questa rappresenta tipicamente la prima tappa di ogni studio quantitativo sperimentale, dal momento che, in poco tempo, consente di avere una visione chiara dei dati che si andranno ad illustrare e di come questi evolvono o si modificano nel corso degli anni che si scelgono di analizzare. Un ulteriore elemento che si può trarre da questo tipo di indagine è la presenza di elementi anomali o errati che non consentirebbero il corretto avanzamento degli studi negli step successivi; di conseguenza, in questo modo si vanno subito ad isolare queste fonti di distorsione. Inoltre, lo svolgimento di questo primo metodo di analisi consente di cogliere eventuali correlazioni che sussistono tra le variabili prese in esame, poiché in questo modo, osservandole per più anni, si riesce a captare se queste variano nella stessa direzione, in senso opposto oppure in maniera del tutto casuale.

In sintesi, mediante questo tipo di analisi, si vuole immediatamente descrivere in maniera concisa e attenta il campione scelto, evidenziando le peculiarità principali legate alle variabili identificate e declinandole in più fattori come, ad esempio, quelli adottati in questo studio, che sono la media, la deviazione standard, il minimo e il massimo.

La seconda analisi che è stata portata avanti è quella che comunemente viene identificata sotto il nome di analisi di regressione. Questa costituisce una metodologia importantissima, dal momento che consente di sviluppare un modello statistico idoneo a delineare i valori propri di una variabile dipendente, nel nostro caso della CEO Equity linked compensation, in relazione ad altre variabili individuate, ovverosia quelle indipendenti, che nel nostro caso è il solo punteggio ambientale del rating ESG. Qui, in realtà, si va anche a studiare l'impatto che generano le variabili di controllo su quella dipendente per captarne le eventuali relazioni esistenti.

Di conseguenza, si tratta di una tecnica molto utilizzata per la validità dei risultati che riesce a generare mediante la semplice osservazione per un arco temporale ben definito delle cause-effetto che riguardano delle variabili ben precise e scelte in un momento precedente allo sviluppo di questa metodologia di studio. Con precisione, la variabile dipendente diventa una vera e propria funzione delle variabili indipendenti a cui viene aggiunto uno standard d'errore, che viene descritto come un elemento del tutto casuale e incontrollabile, ma

che riesce ad immettere una maggiore certezza alle evidenze che sorgono dai risultati, consentendo di definire con precisione i livelli di significatività che detengono le relazioni prese in esame.

Per concludere, è stato portato avanti un ulteriore studio, questa volta prettamente grafico, che è andato a valutare l'effetto di moderazione che la variabile prescelta come, per l'appunto, "moderatrice", riesce a generare nei confronti della relazione oggetto dello studio. Si tratta, quindi, di un'indagine che permette di intuire automaticamente quando la relazione analizzata si accentua e, quando, invece, va a calare in presenza di un determinato fattore che, nel nostro caso, è la presenza più o meno forte di investitori istituzionali all'interno delle aziende del campione. Più nel particolare, ciò si può captare dall'inclinazione della retta che si va a costruire graficamente, infatti, questa metodologia è fatta in modo da raffigurare più rette contemporaneamente per far sì che se ne possa valorizzare una sola, che tipicamente è quella che presenta una maggiore pendenza rispetto alle altre che vengono raffigurate.

Quanto appena illustrato, come già anticipato, è un breve cenno teorico che deve fungere da guida per il paragrafo successivo che, invece, si propone di fornire tutte le risposte che ci si è posti durante l'elaborazione di questo studio mediante l'applicazione pratica delle metodologie qui esplicate.

### 3.4.1 *La discussione dei risultati*

I primi risultati ottenuti sono stati registrati all'interno delle statistiche descrittive riportate all'interno della tabella n° 1 di seguito illustrata:

*Tabella n°1*

<b>Anno</b>	<b>Mean</b>	<b>SD</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
<b>2015</b>				
CEO equity-linked compensation t+1	14227.78	11471.64	135.00	87517.00
CEO equity-linked compensation	16379.56	11472.93	848.00	53140.00
Environmental score	5.53	2.25	0.80	10.00
Institutional Ownership	7.17	10.97	0.00	100.00
Firm size	22.51	34.16	-180.48	178.47
ROA	7.12	9.13	-30.33	26.80
ROE	176.18	160.77	2.22	970.86
Financial Leverage	2226833.00	4172356.00	-13500000.00	24800000.00
<b>2016</b>				
CEO equity-linked compensation t+1	17597.12	19822.13	2166.00	196246.00
CEO equity-linked compensation	13914.03	11380.42	135.00	87517.00
Environmental score	5.71	2.21	0.70	10.00
Institutional Ownership	3.73	6.42	0.00	39.31
Firm size	23.92	26.84	-81.04	109.70
ROA	7.67	9.33	-28.24	64.33
ROE	181.88	162.95	1.95	937.17
Financial Leverage	2289134.00	4035610.00	-6778000.00	24900000.00

<b>2017</b>				
CEO equity-linked compensation t+1	17459.21	10924.03	285.00	55082.00
CEO equity-linked compensation	17553.21	19799.12	140.00	196246.00
Environmental score	5.68	2.20	0.80	10.00
Institutional Ownership	3.68	10.68	0.00	100.00
Firm size	24.97	34.88	-19.15	346.13
ROA	7.49	6.68	-13.56	34.46
ROE	165.16	137.42	7.01	886.04
Financial Leverage	2617998.00	3750440.00	-2270000.00	24500000.00
<b>2018</b>				
CEO equity-linked compensation t+1	17548.19	30832.06	1163.00	332286.00
CEO equity-linked compensation	17490.86	10721.92	1590.00	55082.00
Environmental score	5.76	2.44	0.70	10.00
Institutional Ownership	3.64	10.33	0.00	100.00
Firm size	27.68	46.35	-153.15	426.91
ROA	7.96	7.95	-45.09	39.02
ROE	170.76	146.82	5.20	984.55
Financial Leverage	3040640.00	4353946.00	-7558100.00	26900000.00
<b>2019</b>				
CEO equity-linked compensation t+1	20859.02	33126.07	425.00	355771.00
CEO equity-linked compensation	17556.13	30400.65	1163.00	332286.00
Environmental score	5.93	2.43	0.70	10.00
Institutional Ownership	2.76	10.17	0.00	100.00
Firm size	23.60	27.09	-17.16	202.00
ROA	6.94	5.94	-5.64	31.79
ROE	189.04	178.43	5.32	998.71
Financial Leverage	2957797.00	4212012.00	-510000.00	28000000.00
<b>2020</b>				
CEO equity-linked compensation t+1	21114.55	22714.43	722.00	168570.00
CEO equity-linked compensation	20758.90	32838.55	425.00	355771.00
Environmental score	5.89	2.42	0.50	10.00
Institutional Ownership	2.84	9.56	0.00	100.00
Firm size	12.93	33.27	-148.02	128.15
ROA	4.13	8.51	-31.17	31.09
ROE	199.53	192.01	4.85	986.22
Financial Leverage	1635562.00	5281964.00	-30700000.00	27100000.00
<b>2021</b>				
CEO equity-linked compensation t+1	20822.50	21742.26	722.00	156204.00
CEO equity-linked compensation	20822.50	21742.26	722.00	156204.00
Environmental score	6.10	2.25	1.50	10.00
Institutional Ownership	3.36	9.33	0.00	100.00
Firm size	28.30	35.43	-73.85	261.38
ROA	8.75	7.01	-8.08	36.67
ROE	179.21	184.02	4.24	989.72
Financial Leverage	3774444.00	5255772.00	-1054000.00	31300000.00

*Fonte dei dati: Orbis, MSCI ESG, BoardEx*

Lo studio qui riportato va ad analizzare otto variabili per un arco temporale di sette e, inoltre, di ognuna di queste viene analizzata la media, la deviazione standard, il minimo e il massimo valore registrato in un determinato anno.

Ciò che rende essenziale questa analisi primordiale e che, quindi, ha spinto alla sua realizzazione è il fatto che consente di analizzare come ogni variabile cambia nel tempo e come evolve in relazione ad eventi micro e macroeconomici e non solo, poiché è anche possibile cogliere modifiche correlate tra le medesime variabili.

Le variabili prese in considerazione presentano tutte dei trend abbastanza peculiari e più nel particolare è bene illustrare l'andamento di ognuna di esse:

- La CEO Equity linked compensation, ovverosia la prima variabile considerata essendo quella dipendente, presenta un andamento alquanto interessante, poiché prevalentemente crescente; infatti, il valore che presenta nel 2015 è pari a 14227.78, per poi approdare ad un valore che nel 2016, nel 2017 e nel 2018 oscilla essenzialmente tra i 17400.00 e i 17600.00 circa e per, infine, riadottare negli ultimi anni di analisi nuovamente un trend in crescita fino ad un valore pari a 21114.55.

Questo aumento della CEO Equity linked compensation costituisce un fenomeno che ha accolto attorno a sé molte attenzioni, infatti, è stato molto trattato dalla letteratura che, inoltre, è stata già ampiamente citata anche al principio di questo capitolo. Inoltre, si tratta di un tema molto delicato, poiché se da un lato la spiegazione è da ricercare nelle responsabilità sempre maggiori cui va incontro la dirigenza, dall'altro va anche a scatenare un ampio polverone, poiché si stanno accentuando sempre di più le disuguaglianze in termini di paghe all'interno di una medesima azienda.

- L'environmental score, nonché la variabile indipendente da cui si vuol far derivare la definizione di quella che è la remunerazione azionaria dei dirigenti, presenta anch'essa uno sviluppo per lo più crescente dal 2015 al 2021, passando, infatti, da un valore pari a 5.53 nel primo anno, fino ad un valore di 6.10 nell'ultimo. Le oscillazioni registrate di questo dato non sono costanti, tuttavia, si può parlare comunque parlare di un valore che negli anni nel complesso è andato a crescere, tranne che per due anni (2017 e 2020) che hanno dimostrato un lieve indietro, recuperato, ovviamente, dagli anni successivi. In ogni caso, questo andamento dimostra che il punteggio ambientale e, in generale, quindi, l'intera reportistica ESG, negli ultimi tempi sta acquisendo sempre più predominanza e attenzione da parte delle aziende, le quali oggi si trovano quasi costrette a tenerne conto sia per motivi di obbligata responsabilizzazione nei confronti di tali tematiche, sia per motivi più legati all'importanza che lo stesso mercato e gli azionisti attribuiscono a questi score.
- L'institutional ownership, vale a dire la variabile prescelta come “moderatrice” della relazione sussistente tra la CEO equity linked compensation e l'environmental score, presenta un andamento diverso rispetto ai valori precedentemente analizzati, dal momento che nei primi anni e, quindi, quelli che vanno dal 2015 al 2019, vengono identificati dei valori in decrescita e, più nel particolare, si parte da un valore pari a 7.17 che giunge a divenire 2.76. Tuttavia, negli anni successivi a quelli citati si

registra, invece, una lieve ripresa che vede nel 2021 un dato che ammonta a 3.36. Questi due anni vanno a confermare la tanto acclamata ripresa che sta registrando la presenza di investitori istituzionali negli ultimi tempi e il trend positivo degli investimenti da parte di questi soggetti che stanno sempre di più soppiantando la mera proprietà individuale delle aziende.

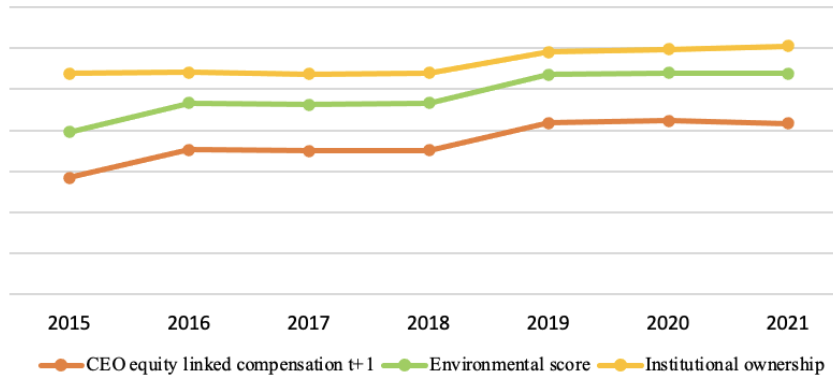
- La Firm size, o meglio, la dimensione dell'impresa, la quale principalmente si riferisce al numero dei dipendenti, rientra tra le variabili di controllo di questo studio e, nel periodo analizzato, presenta un andamento anch'esso crescente, specie nei primi anni e nell'ultimo; una particolarità da evidenziare è l'anno 2020 che registra una decrescita molto importante che si ricollega direttamente al periodo della crisi sanitaria globale. Nel 2021 si registra un nuovo aumento che va a riprendere il medesimo trend degli anni precedenti al Covid-19.
- Il ROA, come variabile di controllo, non presenta un andamento costante di crescita o decrescita, ma ciò che si vuole enfatizzare è che si tratta di un valore il cui ammontare si aggira sempre all'incirca tra i 7.00 e i 7.50, tranne che per il 2020, che, come la variabile precedente, presenta un valore che si può ricollegare automaticamente alle difficoltà riscontrate durante la pandemia; il 2021 che, infine, presenta un picco che fa salire il valore a 8.75.
- Il ROE, altra variabile di controllo considerata, presenta le medesime peculiarità della grandezza precedente, di conseguenza, il suo andamento non segue regole ben precise ma assume valori abbastanza casuali; unica differenza rispetto al ROA è il valore che assume nel 2020, che sembra tutt'altro che subire un decadimento a causa della pandemia, registrando, infatti, un valore pari a 199.53, ovvero superiore a quelli registrati in precedenza la cui media è di circa 177.03.
- La Financial Leverage, per concludere, è l'ultima variabile di controllo adoperata e in questa statistica viene mostrato un andamento considerevolmente crescente a partire dal 2015, con un valore medio di 2226833.00, per arrivare nel 2021 al picco che tocca un dato dall'ammontare pari a 3774444.00; nell'intermezzo degli anni analizzati vi è un valore che spezza questo trend che è concentrato nell'anno della pandemia, dove si va a registrare come media 1635562.00, ovvero un dato inferiore persino a quello del 2015.

Questi valori espliciti dovrebbero agevolare l'utilizzo di queste variabili nelle fasi successive e, conseguentemente, rafforzarne la credibilità.

Ai fini illustrativi, inoltre, di seguito è stato realizzato un grafico contenente le tre variabili principali prese in esame, ovvero la CEO equity linked compensation al t+1, l'environmental score e l'institutional ownership, al fine di evidenziare concretamente e visivamente il loro andamento alquanto simile alla luce delle medie che sono emerse dalla statistica descrittiva realizzata.

Grafico n° 1

**Trend variabili principali**



Fonte dei dati: Orbis, MSCI ESG, BoardEx

In un momento successivo all’analisi descrittiva di tipo statistico, è stata effettuata un’analisi maggiormente puntuale e mirata a valorizzare le ipotesi base di questo elaborato al fine di dimostrarne la veridicità o la mendacità.

Tabella n° 2

Variables	Model 1		Model 2	
	Coeff	Std. Err.	Coeff	Std. Err.
Environmental score	1549.39*	727.28	1170.61+	722.82
CEO equity-linked compensation	0.17***	0.04	0.18***	0.03
Firm size	6247.94*	2974.45	6156.92*	2789.61
ROA	4.66	185.72	48.99	155.15
ROE	-15.25	36.76	-25.24	35.94
Financial Leverage	26.45**	7.45	28.99**	8.42
EBIT	0.04+	0.00	0.06+	0.00
Institutional Ownership			-453.58	347.19
InsOwn X Env Score			83.07+	49.16
Constant	-60202.85*	29056.60	-57652.41+	29177.17
R2 <sup>34</sup> within	0.06		0.07	
R2 between	0.20		0.22	
R2 overall	0.12		0.14	
Number of cases	879		879	

+ p<0.10, \* p<0.05, \*\* p<0.01, \*\*\* p<0.001

Fonte dei dati: Orbis, MSCI ESG, BoardEx

Questa analisi prende in esame la variabile indipendente (l’environmental score), e le variabili di controllo (CEO Equity linked compensation all’anno t, Firm size, ROA, ROE, Financial leverage ed EBIT) in relazione

<sup>34</sup> L’R quadro è un indicatore che capta la forza della relazione lineare che si instaura tra il coefficiente o variabile dipendente e le variabili prescelte come indipendenti; più è forte la relazione sopracitata, minore allora sarà la dispersione dei dati attorno alla retta di regressione.

al coefficiente prescelto che è la variabile dipendente (CEO Equity linked compensation al t+1), considerando contestualmente uno standard di errore utile a circoscrivere la correttezza del calcolo. Ognuna di queste relazioni che verranno evidenziate mostreranno un valore che, a sua volta, indicherà la più o meno ampia significatività dell'indipendenza che sussiste tra le due variabili prese in esame di volta in volta.

Inoltre, si compone di due modelli distinti: il primo realizzato con lo scopo di captare la sussistenza di una relazione tra la CEO Equity linked compensation e il punteggio ambientale e, quindi, per dimostrare la consistenza della prima ipotesi; il secondo, invece, realizzato con la sola finalità di studiare l'effettiva significatività che assume il ruolo dell'institutional ownership come moderatore della relazione oggetto del primo modello.

Le evidenze che emergono da questo studio sono diverse e vanno a confermare le ipotesi su cui si costruisce questo studio; più nel particolare:

- L'ipotesi 1 viene confermata all'interno del modello 1, infatti, si evidenzia una significatività nella relazione tra il coefficiente e l'Environmental score inferiore al 5% (\*) e pari a 1549.39; ciò sta a significare che la variabile riguardante la remunerazione azionaria dei CEO aziendali assume una dipendenza da quello che è l'environmental score che le stesse organizzazioni ottengono sulla base della sensibilità ambientale internamente sviluppata. Ciò lo si ricollega al fatto che, come ha evidenziato la letteratura degli ultimi dieci anni, negli ultimi tempi si vanno a generare delle tipologie di compensi che fanno derivare una parte dell'ammontare da quello che è il raggiungimento di questi obiettivi inerenti alla sfera della sostenibilità, oggi elemento essenziale per far andare avanti le realtà imprenditoriali in termini competitivi e normativi all'interno di un mercato sempre più attento a tali questioni.
- L'ipotesi 2 viene confermata all'interno del modello 2, infatti, emerge una significatività inferiore al 10% (+) e pari a 83.7 di quello che è il ruolo di controllo e di moderazione da parte degli investitori istituzionali sulla relazione precedentemente confermata all'interno del modello 1. Di conseguenza, questa innovativa evidenza di carattere essenziale fa emergere proprio come, qualunque sia la forma con cui si presentano questi investitori istituzionali, questi riescono in qualsiasi caso ad apportare degli impatti su quella che è la relazione che sussiste tra la sensibilità che viene dimostrata da un'azienda, in termini di affidabilità ambientale, e la definizione della remunerazione per lo più azionaria che viene riconosciuta ai dirigenti, i quali sono i principali artefici delle strategie di carattere sostenibile che vengono messe a punto dalle aziende.

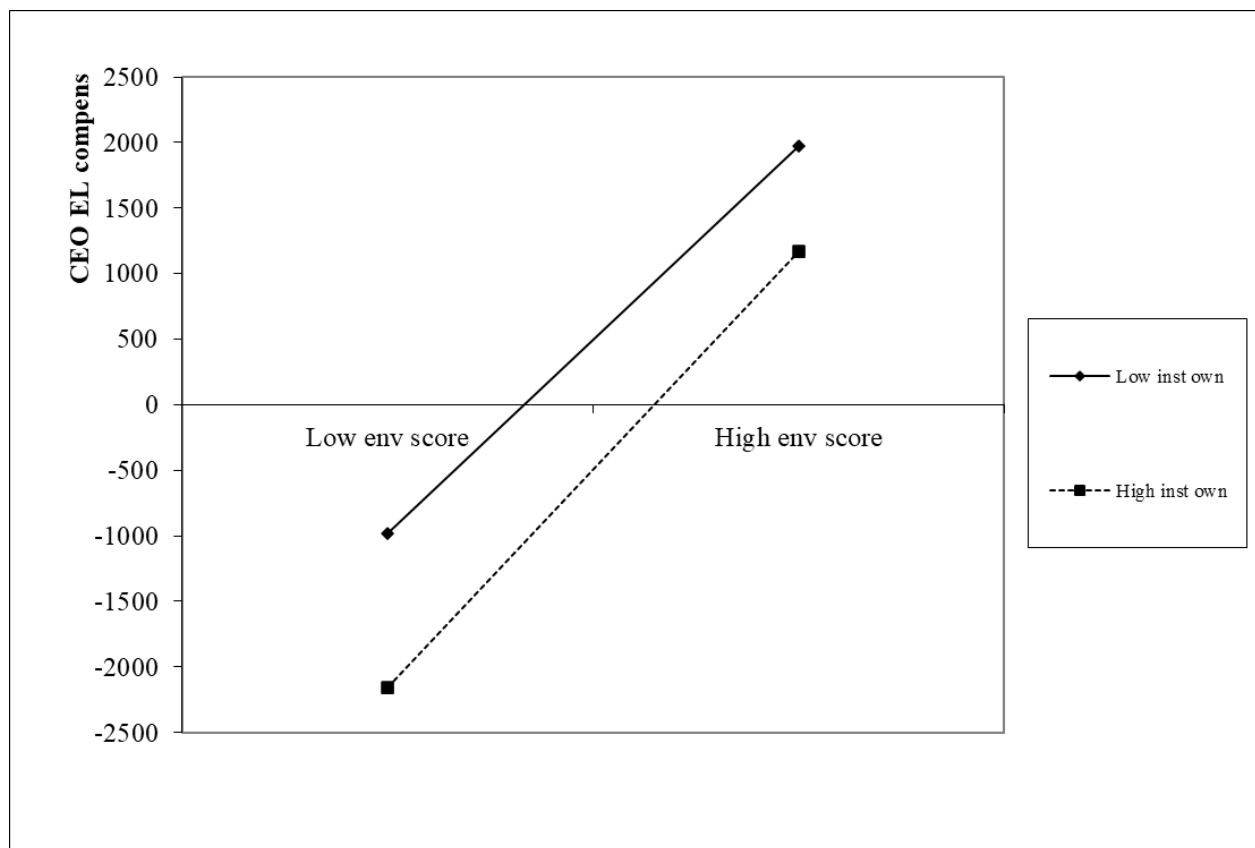
L'analisi che è stata svolta ha, quindi, soddisfatto le prerogative e le fondamenta su cui si basa l'intero elaborato. Tuttavia, non ci si è limitati alla sola messa a punto di tali evidenze, ma ci si è anche voluti concentrare su quelli che sono i possibili e ulteriori fattori che incidono sulla compensation azionaria dei CEO che si sta studiando.

Nel tentare di soddisfare anche questa fattispecie, si è arrivati a diverse conclusioni che riguardano i fattori che incidono sul coefficiente adoperato; le relazioni che sono emerse sono con:

- La CEO equity linked compensation al tempo t, che registra una significatività della relazione che risulta essere inferiore allo 0,1% (\*\*\*) e pari a 0,17;
- La dimensione dell'azienda in termini di numero di impiegati, che presenta una significatività che risulta essere maggiormente preponderante rispetto al fattore precedente, infatti, è inferiore al 5% (\*) ed è pari a 6247.94;
- La Financial leverage o leva finanziaria, con cui si evidenzia una significatività inferiore all'1% (\*\*) e pari a 26.45;
- L'EBIT, che, per concludere, presenta un'elevata significatività che ammonta ad un valore inferiore al 10% (+) e pari a 0.04.

Per concludere, infine è stata svolta un'ultima analisi la cui funzione è stata quella di approfondire la forza e la veridicità della seconda ipotesi di questo studio. Si tratta di un'elaborazione prettamente grafica che si prefigge di analizzare in maniera più approfondita l'effetto di moderazione che l'institutional ownership detiene nel rapporto tra l'environmental score e la CEO equity linked compensation. Le evidenze dello studio illustrato di seguito sono risultate particolarmente incalzanti e non prevedibili.

Grafico n° 2



Fonte dei dati: Orbis, MSCI ESG, BoardEx



In questa tipologia di indagine, come già anticipato nella fase teorica delle analisi, si costruiscono due rette per poi concentrare l'attenzione esclusivamente su quella che presenta una maggiore inclinazione.

In questo caso la retta in questione è quella tratteggiata, che raffigura livelli più alti di institutional ownership e, inoltre, questa presenta anche una pendenza positiva e, quindi, ciò sta a significare che l'effetto che l'environmental score ha nell'aumentare la CEO equity linked compensation è più forte quando l'institutional ownership è maggiore. Alla luce di quanto appena detto, quindi, è bene trovare una spiegazione a tali evidenze e ciò che maggiormente può essere considerata la causa risiede nel fatto che, come già anticipato dalla letteratura sul tema, gli investitori istituzionali detengono spesso un significativo potere di voto e tendono ad utilizzare la loro influenza per plasmare le decisioni che vengono prese dalla governance aziendale, anche in tema di politiche di remunerazione da riconoscere agli esecutivi.

Gli investitori istituzionali, inoltre, sono visti come soggetti aziendali più inclini a spingere verso una maggiore convergenza tra la compensazione legata all'equity del CEO e le prestazioni ambientali, poiché sono a piena conoscenza di quelli che sono i benefici che a lungo termine possono generare le pratiche aziendali sostenibili su più fronti, ognuno dei quali è già stato ampiamente illustrato all'interno del primo capitolo dell'elaborato. Inoltre, vi è anche da considerare che gli investitori istituzionali generalmente hanno un orizzonte di investimento più lungo rispetto agli investitori individuali o al dettaglio e, di conseguenza, sono più portati a valorizzare i vantaggi che si possono cogliere nel lungo termine da una migliore performance ambientale, come la riduzione del rischio regolamentare, il miglioramento della reputazione del marchio e l'aumento dell'efficienza operativa.

Questa prospettiva a lungo termine che è tipica dell'institutional ownership, per l'appunto, potrebbe essere intesa come la principale giustificazione che porta questi soggetti a mantenere una maggiore correlazione tra il punteggio ambientale e la compensazione legata all'equity del CEO.

### ***3.5 I limiti dello studio e le ricerche future***

Questo lavoro nasce per soddisfare due principali finalità:

1. La prima che si sostanzia nel cogliere, in un primo momento, l'andamento della relazione sussistente tra il punteggio ambientale del rating ESG e la remunerazione azionaria riconosciuta ai dirigenti d'azienda;
2. La seconda che, invece, è conseguente alla prima ed è quella che mira ad identificare il ruolo che a sua volta detiene l'institutional ownership nel moderare il legame identificato nella prima parte.

Una volta colte tutte le risposte alle domande che ci si era posti e che hanno, quindi, spinto la realizzazione di questa ricerca, è bene evidenziare quello che, invece, è il limite principale che ha caratterizzato questo studio insieme ai possibili spunti che in futuro potrebbero guidare altre ricerche inerenti questo grande tema per ampliarlo e migliorarlo.

Come detto, quindi, qui si vuole concentrare l'attenzione esclusivamente su un limite che viene considerato come preponderante all'interno di questa analisi e che al contempo può essere considerato come punto di partenza per analisi successive, ovverosia quello che si sostanzia nel fatto che qui viene trattato esclusivamente il punteggio ambientale dei tre totali che appartengono al rating ESG, tralasciando, quindi, quello sociale e di governo.

Ciò può essere giustificato dal fatto che trattare tutti e tre i fattori sarebbe potuto risultare dispersivo e superficiale e per questo ci si è voluti focalizzare esclusivamente su uno. Inoltre, tra i tre possibili fattori su cui si poteva concentrare l'analisi si è optato per quello relativo all'ambiente proprio perché rappresenta quel fattore che risulta essere maggiormente in vista agli occhi del mercato e degli investitori in generale (compresi quelli istituzionali), poiché è quello che racchiude in sé le emergenze maggiormente tangibili. Tuttavia, ciò non toglie che sarebbe ugualmente interessante analizzare nelle medesime modalità le correlazioni sussistenti tra i punteggi sociali e di governance, ovverosia quelli mancanti, e la remunerazione azionaria riconosciuta ai CEO per captare la reale significatività del loro legame. A ciò sarebbe altrettanto importante aggiungere, ovviamente, il secondo momento di analisi di questo studio affinché si riesca a capire come anche in questi due contesti si vada a imporre il ruolo degli investitori istituzionali come elemento moderatore delle suddette relazioni.

Per concludere, nonostante si tratti di una ricerca la cui validità è stata testata su un campione di 207 aziende quotate sul mercato americano durante un arco temporale di sette anni (2015-2021), tra cui l'anno della crisi sanitaria che ha generato dei fastidi in termini di oscillazioni estreme di alcuni valori, si può parlare di un tipo di studio la cui fedeltà delle risultanze è stata provata da analisi statistiche attente e aggiustate da apposite variabili e standard di errore che ne hanno amplificato la validità.

## Conclusione

Questo elaborato nasce per soddisfare l'esigenza di ottenere una maggiore trasparenza e chiarezza circa le fattispecie che possono incidere sulla definizione dell'ammontare della remunerazione da riconoscere ai CEO aziendali. Ciò a cui si punta è dare un concreto contributo sul tema al fine di colmare le lacune che ancora oggi si riscontrano in tale contesto, oggi centrale per il funzionamento dei sistemi aziendali.

Un ulteriore stimolo che ha fatto sì che questo studio vedesse la luce è l'apparente correlazione che è stata evidenziata tra la CEO equity linked compensation e due elementi di elevato spessore: i punteggi dei rating ESG e la presenza di investitori istituzionali all'interno degli assetti proprietari delle aziende.

Questi due fattori, alla luce della grande importanza acquisita di recente, sono stati ampiamente trattati all'interno dei primi due capitoli di questo elaborato al fine di evidenziare i punti salienti dei loro percorsi evolutivi e, in particolar modo, gli impatti che essi generano all'interno delle realtà imprenditoriali.

I fattori ESG sono stati analizzati in relazione ad un'attenta osservazione dei principali benefici e difficoltà che essi possono generare una volta incorporati in un'organizzazione. Sono state individuate diverse vie di crescita a seguito della loro introduzione che si traducono principalmente in un aumento del fatturato, in una riduzione dei costi, in una maggiore produttività dei dipendenti, in un'ottimizzazione degli investimenti, in un miglioramento della reputazione o in un aumento dell'innovazione. Le insidie, invece, sono essenzialmente legate alla "prontezza" del management e di tutto il personale ad adottare i cambiamenti che questi fattori comportano in termini di transizione dei propri modelli di gestione, produttivi e organizzativi.

Anche il fenomeno dell'Institutional ownership è stato approfondito ampiamente. La letteratura ne ha presentato principalmente i benefici in termini di creazione del valore, elemento che viene alterato in senso assolutamente positivo. Questo però viene controbilanciato dalla possibilità che questi investitori mirino alla mera creazione di valore nel breve periodo, essendo spinti da interessi puramente opportunistici. Tuttavia, in tale contesto ci si è concentrati sugli impatti positivi che l'entrata della proprietà istituzionale genera in termini di valore d'impresa, corporate governance, concorrenza e, infine, monitoraggio aziendale.

Una volta illustrate le principali evidenze dei primi due capitoli puramente letterari, si è passati alla definizione del terzo capitolo, ovverosia di quello che per eccellenza rappresenta il cuore della ricerca.

L'obiettivo già ampiamente evidenziato e che funge da guida e da stimolo a tutto il percorso dell'elaborato si sostanzia nell'accurata analisi della correlazione sussistente tra la CEO Equity linked compensation e l'environmental score. Inoltre, l'analisi non si ferma qui, in quanto si vuole anche interpretare il ruolo dell'institutional ownership nel moderare tale legame.

Alla luce delle prerogative appena illustrate, di seguito le ipotesi base di questo studio:

*H1: Il punteggio ambientale appartenente al rating ESG è correlato positivamente ai livelli di retribuzione azionaria che vengono riconosciuti periodicamente ai CEO aziendali*

*H2: La presenza di investitori istituzionali all'interno di un'azienda funge da ruolo di moderatore sulla relazione sussistente tra l'environmental score e la CEO Equity linked compensation.*

Prima di illustrare i risultati, è bene però identificare i passaggi che hanno portato al loro ottenimento.

Innanzitutto, è stata posta in essere un'indagine che, in un primo momento, ha presentato un carattere qualitativo e puramente descrittivo della letteratura esistente sul tema; in un secondo momento, l'analisi è divenuta di tipo quantitativo. Più nel particolare, il primo step di questa seconda fase è consistito nella raccolta e nella successiva integrazione di tutti i dati presi da piattaforme come Orbis, MSCI ESG e BoardEx relativi a 207 aziende appartenenti ad una specifica categoria per un arco temporale di sette anni (2015-2021). Sono state scelte solo quelle realtà imprenditoriali quotate sul mercato americano che presentavano una partecipazione al proprio assetto proprietario da parte di investitori istituzionali (ciò ha ristretto molto il campo della ricerca). Tuttavia, la loro integrazione ha richiesto la messa a punto di una "Panel Data Analysis", mediante l'attuazione del modello a effetti fissi, che ha consentito di ottenere un database ordinato su cui basare tutte le successive analisi utili all'ottenimento dei risultati. Inoltre, una volta descritte anche le variabili dipendenti, indipendenti, di moderazione e di controllo dello studio, è stata svolta un'analisi puramente descrittiva, che ha consentito di captare l'evoluzione di queste grandezze nel corso dei sette anni di analisi.

Infine, si è passati all'analisi di regressione e a quella grafica, che hanno consentito di mettere a terra i risultati di questo studio. La prima tipologia citata ha confermato la sussistenza della prima e della seconda ipotesi, illustrando in prima istanza una significatività tra Environmental score e CEO equity linked compensation inferiore al 5% e pari a 1549,39 e, in seconda, una significatività inferiore al 10% del rapporto di controllo che detiene l'institutional ownership sul legame precedentemente appoggiato.

Per ciò che concerne l'analisi prettamente grafica, questa ha evidenziato che l'environmental score genera un effetto al rialzo della CEO equity linked compensation al tempo  $t+1$  tanto più alto, quanto è maggiore la presenza di investitori istituzionali nell'azienda analizzata.

L'interpretazione di questi risultati è associata al fatto che i proprietari istituzionali, una volta entrati e integrati all'interno delle aziende, di consueto acquisiscono una sempre crescente importanza all'interno del consiglio e, in particolare, tendono a far aumentare i diritti di voto in loro possesso. In questo modo riescono a plasmare le decisioni in tale sede a seconda di ciò che reputano maggiormente corretto. Nel concreto, questi hanno sempre dimostrato di essere inclini ad una maggiore convergenza tra la remunerazione dei CEO e i punteggi legati alle prestazioni ambientali, poiché da questi ultimi si possono ottenere grandi vantaggi nel lungo periodo, ovverosia l'orizzonte temporale cui la gran parte di questi attribuiscono un maggiore peso.

Questo studio ha fin dall'inizio cercato di integrare delle ricerche empiriche a studi esistenti sul tema, al fine di rafforzarne la credibilità. Per ciò che concerne il ruolo dell'institutional ownership come moderatore del rapporto tra CEO compensation ed environmental score, invece, si può parlare di uno studio maggiormente improntato sull'innovazione e senza precedenti simili, le cui basi si colgono da analisi intrecciate di ulteriori studi.

Per concludere, è bene evidenziare come in questo elaborato sia stato raggiunto ampiamente l'obiettivo preposto, dando prova che le intuizioni che ne hanno stimolato la realizzazione si basavano su concetti concreti e di grande rilevanza. Tuttavia, bisogna al contempo tenere presente che in questo studio ci si è solo preoccupati di analizzare l'aspetto ambientale dei fattori ESG, tralasciando, di conseguenza, quello sociale e di governo. Pertanto, una possibile raccomandazione per un prossimo studio potrebbe essere quella della realizzazione di una ricerca analoga a quella qui realizzata, ma adottando un protagonista differente, ovvero sia una delle due restanti facce che compongono questi pilastri dominanti dell'epoca, affinché possano anche questi essere ben esplorati sotto l'aspetto delle correlazioni che li caratterizzano.

# Sintesi

## Capitolo 1

Il primo capitolo di questo elaborato ha come finalità quella di illustrare le principali peculiarità e le evoluzioni dei fatidici fattori ambientali, sociali e di governance, comunemente identificati come fattori ESG. Di questi ultimi si vogliono porre in evidenza i punti di forza che hanno portato alla loro affermazione all'interno delle realtà aziendali odierne.

Al giorno d'oggi è in continua crescita l'attenzione verso le tematiche sostenibili e, più nel particolare, verso i già citati fattori ambientali, sociali e di governance.

La loro diffusione è stata ampiamente percepita anche all'interno del sistema finanziario e ciò ha rappresentato una soddisfacente testimonianza di un cambiamento che, intrapreso da quasi un secolo, sta per dare oggi i suoi pieni e significativi frutti. Tuttavia, la loro piena comprensione non è semplice, trattandosi di tematiche il cui perimetro ancora oggi non è chiaramente identificabile.

Il sentimento che ha stimolato il sistema ad addentrarsi verso questo percorso sostenibile è quello della presa di coscienza da parte degli individui e delle istituzioni della spaventosa limitatezza delle risorse e delle potenzialità del nostro Pianeta. Per questo si è iniziato a parlare di sfida di carattere globale.

Inoltre, questo vertiginoso aumento della rilevanza della tematica della sostenibilità ha fatto sì che i propri valori divenissero delle vere e proprie guide per un numero svariato di discipline e, tra queste, vi è anche la finanza.

L'introduzione della reportistica ESG ha permesso di registrare degli ottimali risultati in termini di aumento della resilienza, dell'efficienza e, infine, del valore intrinseco di medio e lungo termine delle imprese.

In generale, la "reportistica" oggetto dell'analisi, fa riferimento alla raccolta e alla successiva comunicazione di tutte le informazioni inerenti i tre ambiti E-S-G.

All'interno di questi report è possibile ritrovare informazioni di carattere qualitativo, come le attività intraprese contro il cambiamento climatico, e di carattere quantitativo, mediante la definizione di appositi KPI.

Tuttavia, da un punto di vista normativo, la reportistica ESG, presenta diverse lacune. Un passo importante che in tale contesto è stato fatto è l'azione svolta dal Parlamento dell'Unione Europea, il quale ha dichiarato di voler rendere obbligatorio il "Corporate Sustainability reporting" per tutte le imprese a partire dal 2024.

Ulteriore fattispecie che è stata posta sotto questa analisi si riferisce al fatto che i report oggetto di studio ancora oggi non si presentano in maniera standardizzata. Questi presentano molte differenze sia in termini di contenuti qualitativi e quantitativi immessi, sia in termini di tempistiche delle loro pubblicazioni. Di conseguenza, si può parlare per l'appunto di "mancata standardizzazione" o "mancata armonia" tra i vari

documenti, ovvero una problematica che non consente alle aziende di effettuare un confronto tra i risultati ottenuti. Negli ultimi tempi, in considerazione delle esigenze sempre più stringenti in tale ambito, l'International Sustainability Standards Board si sta preoccupando di porre le basi per definire degli standard comuni su cui basare le analisi ESG, di cui sono state già realizzate due prime bozze (*IFRS S1 e IFRS S2*).

Il primo pilastro trattato è quello inerente la sfera ambientale.

Si possono individuare tutti quei criteri utili ad esaminare l'impatto che le attività di un'organizzazione generano nei riguardi della Terra e di tutte le sue risorse, al fine di isolare i comportamenti scorretti in tale contesto. Questa categoria, rispetto alle altre due, è caratterizzata da una maggiore tensione, giustificata dalle emergenze che attualmente si stanno affrontando in termini di cambiamento climatico e degrado ambientale. I principali elementi su cui vertono queste analisi riguardando argomentazioni molto delicate come: le emissioni di gas serra, l'energia consumata, la generazione dei rifiuti e dell'inquinamento, i materiali adoperati e, l'utilizzo delle risorse idriche.

Il secondo pilastro analizzato è quello sociale.

All'interno di quest'area si possono classificare diverse tematiche, ognuna delle quali risulta essere essenziale in tutte le sue componenti. Comunemente, si fanno rientrare tutte quelle questioni che fanno riferimento alle risorse umane, alle politiche finalizzate alla realizzazione di un impatto positivo sulla società e, in generale, a tutti quei principi finalizzati a far evolvere l'ambiente politico di riferimento. Brevemente, quindi, l'area social dei criteri ESG racchiude un insieme omogeneo di tematiche e quelle che vengono maggiormente trattate sono: le relazioni aziendali, le relazioni con la comunità, l'uguaglianza di genere, la diversità e l'inclusione, i diritti umani, le relazioni politiche, la gestione della catena di fornitura.

Il terzo pilastro delineato è quello della corporate governance.

In questi ultimi anni, le tematiche che rientrano all'interno di quest'area si sono molto ampliate e la loro importanza è stata anche rivalutata dal momento che la loro corretta gestione fa da garante all'adozione di una trasparenza intrinseca a tutte le operazioni che avvengono in un'organizzazione. Ciò, quindi, genera un automatico aumento dell'eticità aziendale, facendo contestualmente innalzare redditività e l'efficienza delle aziende. Alcuni esempi di tematiche che vengono trattate in questo contesto sono: l'eticità della gestione e valori aziendali, la diversity interna al consiglio di amministrazione, la compensation a livello dirigenziale, la trasparenza nell'operatività della governance.

In considerazione delle innumerevoli emergenze cui giornalmente assistiamo, l'adozione dei fattori ESG da parte delle aziende costituisce un dovere nei confronti della società e dell'ambiente circostante.

Quando un'azienda introduce per la prima volta questi fattori, si deve preparare ad affrontare una serie di cambiamenti radicali circa le proprie priorità, gli obiettivi che guidano tutte le attività da porre in essere, la gestione organizzativa e la formazione da effettuare alle proprie risorse.

Tuttavia, gli impatti di cui si è parlato non si presentano esclusivamente sul fronte interno all'azienda, ma, anzi, diversi studi ne hanno identificati all'interno della sfera dei finanziamenti, della ricerca di nuovi investitori, della motivazione dei dipendenti aziendali e, infine, nel contesto dell'acquisizione di una migliore o peggiore reputazione all'interno del mercato di riferimento. Per concludere, ulteriori studi contenenti risultati non univoci, hanno ipotizzato e successivamente confermato o declinato la sussistenza di correlazioni tra la realizzazione della reportistica ESG e le performance dell'azienda, dove per performance, ci si riferisce alle prestazioni di carattere finanziario, economico o di mercato.

Per ciò che concerne i benefici che l'incorporazione dei fattori ESG può generare all'interno di un'azienda, sono stati svolti numerosi studi. Tra questi spicca quello svolto da McKinsey nel 2019, che ha voluto mettere a punto in maniera schematica quelle che sono secondo questo ente "le 5 vie di crescita" che riesce a originare: la crescita del fatturato, la riduzione dei costi, la riduzione degli interventi legali e normativi, l'aumento della produttività dei dipendenti e l'ottimizzazione degli investimenti.

Tuttavia, nella realtà, sono stati identificati anche altri aspetti positivi che scaturiscono dalla definizione di una reportistica ESG e tra questi vi è: il miglioramento della reputazione aziendale, la maggiore condivisione di programmi utili a livello collettivo, l'accesso agevolato alle gare della Pubblica Amministrazione o l'aumento dell'innovazione dei processi aziendali.

Allo stesso modo però è possibile individuare delle "insidie" che scaturiscono proprio dalla trasformazione che l'azienda dovrà subire a seguito dell'introduzione dei report. Tra queste spicca l'impreparazione o la "non prontezza" del management o, in generale, delle risorse umane, al cambiamento dell'identità aziendale o, da un punto di vista più operativo, dei modelli di gestione dei processi interni.

All'interno di questo capitolo è stato anche ritagliato uno spazio per trattare quelli che sono stati gli effetti che il Covid-19 ha generato sull'adozione delle pratiche ESG nelle aziende. A seguito di una revisione della letteratura sul tema, è emerso che la gran parte degli studi condividono l'idea secondo cui la crisi sanitaria è riuscita ad aumentare l'attenzione nei confronti delle tematiche sostenibili e, più nel particolare, dei tre pilastri qui analizzati. Per questo motivo, l'emergenza è anche stata identificata come un vero e proprio "fenomeno di mercato rialzista" di queste questioni.

Per concludere, nell'analizzare la divulgazione ESG, è stato costruito un framework teorico sul tema, al fine di evidenziare le principali teorie applicabili al tema. È stato evidenziato che non tutte le teorie condividono il medesimo pensiero circa la buona riuscita di questa reportistica e, proprio per tale ragione, è possibile individuare alcune teorie che ne sostengono gli effetti positivi e altre che, invece, ne evidenziano gli impatti prettamente negativi, specie per gli azionisti. Appartengono alla prima categoria: la teoria dell'agenzia, la teoria degli stakeholder, la teoria del valore condiviso e la teoria della legittimità. Nella seconda, invece, rientrano: la teoria della spesa degli azionisti e la teoria del compromesso.



## Capitolo 2

Il secondo capitolo, alla stregua del primo, si è concentrato sulla realizzazione di una panoramica complessiva del fenomeno dell'institutional ownership. Più nel particolare, sulla base della letteratura esistente, sono stati, in primo luogo, identificati i punti di forza e di debolezza e, in secondo luogo, sono state trattate con grande attenzione le fattispecie che scaturiscono all'interno delle aziende una volta che si immettono questi investitori.

La proprietà istituzionale costituisce una realtà ormai molto diffusa in tutto il globo.

La loro importanza è cominciata a crescere in maniera considerevole a partire dagli anni '90 del secolo scorso quando diversi studi hanno evidenziato come in quel determinato periodo storico questi soggetti stessero gestendo un capitale dall'ammontare pari al PIL mondiale.

Quando si parla di investitori istituzionali si fa comunemente riferimento ad organizzazioni o semplici operatori economici di origine privata o pubblica che gestiscono e pilotano ingenti somme di denaro per conto di soggetti che si trovano in una situazione di surplus economico. La Borsa Italiana li definisce come dei veri e propri intermediari finanziari e riconosce come facenti parte di questa categoria di soggetti realtà come: i fondi di investimento (mobiliari, immobiliari o speculativi), le SICAV o SICAF, i fondi pensione o le compagnie assicurative.

In Italia vi sono due soggetti che si preoccupano di assicurare un continuativo e rispettoso comportamento da parte degli investitori istituzionali: la Banca d'Italia e la Consob. La supervisione del comportamento degli investitori istituzionali è una procedura che viene effettuata in maniera periodica affinché ci si assicuri che si rispetti sempre la normativa vigente sul mercato. Più nel particolare, questi soggetti sono sottoposti al rispetto di quelle che sono le disposizioni appartenenti al Testo Unico della Finanza (TUF), alle normative nell'ambito dell'adeguamento del diritto interno alle prerogative dell'UE e alla "Direttiva AIFMD".

Diversi studiosi hanno trattato questa particolare tipologia di investimento come una vera e propria opportunità da cogliere al fine di poter crescere economicamente e finanziariamente in maniera semplice e migliorando contestualmente il benessere del singolo investitore e delle aziende con cui ci si interfaccia.

Spesso a questi fondi viene affiancata la dicitura "Smart Money" o "denaro intelligente". Ciò accade perché chi gestisce questi investimenti è dotato di team specializzati che studiano analiticamente il mercato e le aziende che vi sono all'interno, al fine di identificare le migliori realtà su cui si può investire.

Tuttavia, vi sono pareri contrastanti circa gli effetti che questi investitori possono generare, poiché se da un lato vengono definiti come entità che agevolano la creazione di valore per un gruppo di soggetti, dall'altro vengono visti come realtà che spesso possono detenere interessi prettamente opportunistici e, al contempo, possono apparire come troppo stringenti per i controlli e le pressioni che comportano.

All'interno di questo capitolo si evidenzia il comportamento di questi investitori nei confronti della tematica della sostenibilità e, sulla base della letteratura esistente, è stato colto come questi stiano sempre più approdando verso un modo di operare coerente con i fattori ESG.

La motivazione che li spinge a fare questo passo è la volontà di soddisfare le pretese della gran parte degli individui che popolano la Terra. Dalle ricerche svolte, infatti, si è riusciti a mettere in luce come la gran parte di queste organizzazioni si siano allineate a questi nuovi principi vigenti al fine di contribuire alla loro diffusione e alla definizione di un senso di responsabilizzazione sempre più acuto nei confronti delle tematiche ambientali, sociali e di governance. Gli studiosi J. Bailey, B. Klempner e J. Zoffer, hanno identificato le tematiche che risultano essere maggiormente attenzionate e tra queste vi è: il cambiamento climatico, la diversità e l'inclusione in azienda.

Per quanto riguarda l'impatto che la proprietà istituzionale ha generato sulle imprese e, più nel particolare, sulla loro struttura organizzativa e operativa, è un tema che è stato oggetto di approfondite ricerche e, dalle analisi effettuate, è risultata evidente l'esistenza di scuole di pensiero differenti.

Da un lato è emerso che la presenza di questi investitori riesce a far aumentare in maniera sostanziosa l'operatività delle aziende, generando contestualmente degli effetti positivi a livello di governance, competition, internazionalization, performance e aumento del valore intrinseco delle organizzazioni; dall'altro, invece, vi sono studiosi che hanno sostenuto l'inesistenza di una vera e propria correlazione tra l'entrata in azienda della proprietà istituzionale e i fattori appena citati o, addirittura, l'esistenza di una loro correlazione negativa. Tuttavia, circa gli impatti che essi generano in una realtà aziendale vi sono delle certezze che riguardano le loro capacità di: generare un aumento della liquidità e della loro solvibilità; produrre una limpidezza informativa delle operazioni svolte all'interno delle aziende; aumentare le skills manageriali e le conoscenze tecnico-operative aziendali.

Nella letteratura non sono stati registrati solo commenti positivi circa i loro impatti.

Ad esempio, uno studio sulla questione ha attribuito alla proprietà istituzionale la nomea di "locuste", a seguito della considerazione di alcuni soggetti nei loro riguardi, i quali li hanno descritti come intenti a "risucchiare" l'intera redditività che presenta l'azienda nel medio, nel lungo e in particolar modo nel breve termine. Inoltre, sono anche stati accusati di forzare la generazione di nuovo valore in azienda ricorrendo a procedimenti finanziari finalizzati a generare effetti prevalentemente nell'arco temporale di breve periodo. Un'ulteriore critica mossa nei confronti dei medesimi soggetti si sostanzia nel fatto che sono emerse delle evidenze di alcuni studi per cui risultano essere colpevoli di scambi speculativi.

Una volta descritti in maniera generica gli effetti che l'entrata di investitori istituzionali nell'assetto proprietario di un'azienda possono generare sulla stessa, si è passati a trattare nel particolare le conseguenze su diverse fattispecie.

Primo fra tutti è stato trattato l'impatto che questa genera sul valore dell'impresa.

Innanzitutto, è stato constatato che la letteratura sul tema non è univoca. Lo studio di Navissi e Naiker, ad esempio, ha fatto emergere che: le aziende con una quota delle partecipazioni istituzionali appartenente a investitori attivi inferiore al 30% hanno registrato una correlazione positiva con il valore dell'azienda; mentre, quelle con una quota maggiore del 30% ha dimostrato di avere una relazione non lineare con il valore dell'impresa. Di conseguenza si può parlare di una relazione positiva derivante da un monitoraggio attivo fino ad un certo limite di partecipazione azionaria, oltre la quale è stato dimostrato che vi sia un maggior rischio di prendere decisioni che si rivelano non congrue con il bene dell'azienda. Infine, è stato anche evidenziato da questo studio che la presenza di investitori passivi non genera alcun tipo di effetto sul valore dell'impresa. Anche Barclay e Holderness (1990) si sono soffermati sullo studio di questa relazione e tramite attente analisi si sono resi conto di come solo l'annuncio dell'ingresso di un investitore istituzionale all'interno di un'azienda riesca a generare un accrescimento del suo valore e dei suoi rendimenti.

Queste risultanze, confermano che l'introduzione della proprietà istituzionale all'interno di un'azienda può generare degli effetti diretti sul suo valore. Tuttavia, per captare se si è in presenza di una relazione lineare o meno bisogna considerare fattori come: la percentuale della loro partecipazione, l'introduzione di sistemi efficienti di monitoraggio e, per finire, il rapporto sussistente tra il management e gli stessi investitori.

Per ciò che concerne le conseguenze a livello di Corporate Governance, gli impatti che l'institutional ownership può generare, sono anche qui evidenti.

Le modalità più note mediante le quali gli investitori istituzionali riescono a produrre un impatto sul governo di un'impresa sono principalmente tre: il voto durante le assemblee degli azionisti, la definizione di condizioni e termini alle società in cui si investe e il dialogo con i consigli di amministrazione.

Negli anni '80 del secolo scorso, l'indipendenza che prima d'ora vigeva tra il governo e la proprietà istituzionale andava via via a ribaltarsi. Infatti, alcuni investitori istituzionali hanno iniziato a rivendicare l'importanza delle proprie partecipazioni fino ad arrivare a far valere la propria presenza persino all'interno del consiglio di amministrazione e, in alcune realtà aziendali, sono anche diventati i proprietari più attivi dell'assetto. Alcuni studi hanno sostenuto che questi tipi di proprietari istituzionali costituiscono quelli che per eccellenza spiccano per l'attenzione prestata nel monitoraggio delle specificità dell'azienda. Proprio alla luce di ciò, infatti, la letteratura sviluppatasi sul tema ha rivelato che questi abbracciano ampiamente gli enunciati della teoria economica dell'agenzia secondo cui gli investitori istituzionali contribuiscono alla creazione del valore dell'impresa ponendo in essere azioni che si rivelano a beneficio della corporate governance delle imprese in cui impiegano il proprio capitale. Di conseguenza, in questo modo, essendo tutti orientati verso un unico interesse, si dovrebbero andare ad eliminare le problematiche relative ai conflitti.

Tra le conseguenze analizzate vi sono anche quelle sulla concorrenza.

Sul tema in questione nel 2017 è stata organizzata una conferenza interna all'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) al fine di delineare le modalità con cui porre in essere le valutazioni dell'impatto dannoso delle conseguenze che derivano dall'introduzione della proprietà istituzionale all'interno di società collocate in determinati settori. Da questo incontro sono emerse delle evidenze che possono essere sintetizzate in un concetto chiave: la strategia di diversificazione propria dei portafogli di queste entità istituzionali, se da un lato genera una diminuzione sostanziosa del livello di rischi cui è esposta un'azienda, dall'altro va anche ad incidere sulla definizione degli incentivi di tipo competitivo definiti all'interno di uno specifico mercato; quindi, in presenza di una forte concorrenza tra più società di uno stesso mercato, i primi a poter subire danni sono gli stessi investitori istituzionali, i quali per natura detengono un portafoglio composto da quote appartenenti a diverse società di uno stesso mercato. Proprio in ragione di ciò questi investitori scoraggiano azioni di concorrenza aggressiva.

Infine, sono state affrontate le conseguenze registrate sul monitoraggio aziendale.

Gli investitori istituzionali presentano un forte incentivo nel monitorare le società in cui immettono i propri capitali affinché questi possano vedere protetti i propri interessi. In tale contesto, infatti, hanno la piena legittimità nel richiedere una maggiore trasparenza nella gestione di tutte le fattispecie inerenti le attività aziendali. In ragione di ciò questi possono richiedere reportistiche periodiche su elementi come l'andamento economico-finanziario dell'azienda o sull'atteggiamento "sostenibile" delle proprie attività, proponendo ad esempio in tale ambito una reportistica periodica sui fattori ESG.

Il potere degli investitori istituzionali nell'ambito del monitoraggio è sostanzioso e, infatti, spesso le aziende in cui investono sono portate a cambiare le proprie abitudini accentuando il valore del controllo interno.

In ultima analisi è stata presa in esame la teoria economica che più funge da supporto a questo fenomeno: l'*institutional theory*. Quest'ultima fonda le sue basi sul concetto secondo cui le istituzioni rappresentano un elemento chiave per comprendere a pieno le motivazioni che spingono gli individui a porre in essere determinati comportamenti e in generale anche a conoscere le ragioni che portano a determinate dinamiche sociali. Il collegamento con l'avvento della proprietà istituzionale in azienda si sostanzia nel fatto che questa, una volta inseritasi nella nuova realtà in cui decide di investire i propri capitali, deve poter prima comprendere a pieno il contesto sociale in cui va ad immettersi al fine di delineare e promuovere il sistema che più si adatta alle esigenze già presenti in loco. Questi investitori, quindi, al fine di radicarsi al meglio nel nuovo contesto, dovrebbero porre in essere una graduale costruzione sociale all'interno del quale inserire norme, regole e comportamenti che, anche se del tutto nuovi, riescano a farsi accettare fino a diventare delle proprietà intrinseche del comportamento dei soggetti dell'azienda di riferimento. Qualora la proprietà istituzionale non svolgesse quanto appena descritto non riuscirebbe ad ottenere né l'accettazione sociale da parte di coloro cui viene imposto un determinato input, né verrebbe vista come entità legittimata nello svolgere tali cambiamenti. Si tratta di porre in essere dei cambiamenti necessari per l'avvio dell'attività da parte di soggetti come i fondi

di investimento, i quali, quindi, si devono preoccupare di attuarli in maniera cauta e soprattutto basandosi sulle norme sociali già esistenti al fine di assicurarsi da parte di tutte le risorse un ampio accoglimento.

### *Capitolo 3*

Il terzo e ultimo capitolo di questo elaborato propone un'iniziale review della letteratura sulla grande tematica della compensation dei CEO, per poi approdare a delineare in maniera più dettagliata le evidenze emerse dagli studi esistenti sulle correlazioni che essa presenta. La seconda parte del capitolo, invece, si preoccupa di realizzare l'analisi empirica utile a raggiungere l'obiettivo di questa ricerca, di cui si delineeranno i principali risultati e le conseguenti motivazioni.

Negli ultimi dieci anni, i compensi riconosciuti ai CEO hanno registrato un forte incremento e, per tale ragione, tale fattispecie è diventata una delle tematiche più calde e trattate di questo tempo.

In uno studio del 2009 del ricercatore Clarke è emerso che ciò che contraddistingue questa tipologia di compensation rispetto a quella dei dipendenti aziendali è il suo ammontare, che è risultato essere molto maggiore. Clarke spiega che tali divari possono essere principalmente giustificati da fattori come gli elevati rischi e responsabilità di cui si fanno carico.

Altri studiosi come Beker, Gibbs e Holmstrom (1994), invece, hanno definito la retribuzione dei dirigenti come una questione dipendente dalle performance attese delle realtà di cui fanno parte. Secondo loro a migliori risultati previsti per gli esercizi successivi corrisponderanno maggiori compensi dei dirigenti e, al contrario, nell'ipotesi in cui si definissero delle previsioni non ottimali, il compenso per i CEO andrebbe a calare.

Ulteriori elementi che vanno ad impattare sulla remunerazione dei CEO aziendali secondo innumerevoli studi sono le diverse peculiarità del consiglio di amministrazione, tra cui: la sua composizione, la dimensione, la frequenza delle convocazioni delle riunioni e la presenza o meno di comitati.

Negli ultimi tempi, inoltre, si sta diffondendo una forma di compensi alternativa, ovverosia la cosiddetta "CEO equity linked compensation", nonché la retribuzione azionaria che consente ai CEO di partecipare alla proprietà dell'azienda in cui operano mediante il riconoscimento di strumenti di diverso tipo. Tra questi ultimi spiccano: le opzioni su azioni, le azioni vincolate, le azioni di performance e bonus e benefit di vario genere.

In un momento successivo a questa analisi, è stata effettuata una review sugli effetti che l'incorporazione dell'ESG score e la presenza di investitori istituzionali all'interno dell'assetto proprietario di un'azienda possono generare sulla remunerazione dei dirigenti.

La prima ricerca è stata fatta sulle conseguenze della reportistica ESG ed è stato possibile cogliere le evidenze di numerosi studi, i quali non hanno presentato un'univoca scuola di pensiero sul tema.

Innanzitutto, ciò che è risultato da molti studi è che negli ultimi tempi si è registrato un aumento sostanzioso delle pratiche che prevedono l'integrazione tra i parametri sul raggiungimento dei traguardi ambientali, sociali

e di governance e la compensation da riconoscere ai dirigenti aziendali (“CEO Compensation”). Questa procedura è un vero e proprio sistema di incentivazione verso tutti coloro che si trovano ai vertici delle organizzazioni ed è finalizzata a legare il raggiungimento degli obiettivi sostenibili alla loro stessa remunerazione in modo tale che siano spronati a porre in essere azioni concrete nei confronti dell’ampio tema della sostenibilità. Questo meccanismo porterebbe alla situazione WIN-WIN in cui più soggetti potranno beneficiare di un tornaconto dalle azioni svolte nel contesto della sostenibilità.

Un’altra analisi in tale ambito è quella pubblicata nel 2020, la cui peculiarità si colloca nel fatto che viene svolta una denuncia nei confronti degli elevati divari retributivi presenti in azienda. I risultati che sono emersi contrastano con quelli precedentemente illustrati, infatti, hanno evidenziato una correlazione negativa tra l’indice che indica l’intensità della reportistica e il livello dei compensi riconosciuti ai CEO.

Queste evidenze sono rappresentative del fatto che in tale contesto non si è in presenza di una univocità dei risultati. Tuttavia, ciò che accomuna tutti questi studi sono le fondamenta secondo cui i CEO non devono essere remunerati solo per migliorare la performance aziendale, ma anche affinché siano incentivati a prendersi cura dell’ambiente circostante e a creare valore aggiunto per la società in cui ci si colloca.

Per ciò che concerne gli studi effettuati sulle correlazioni sussistenti tra l’institutional ownership e la CEO compensation, non vi è una letteratura molto vasta e, per tale ragione, anche le risultanze sembrano essere abbastanza coerenti tra loro.

Più studi hanno voluto porre l’accento sulle modalità con cui gli investitori istituzionali vanno ad impattare sulla remunerazione ed è stato confermato su più fronti che questi tipicamente scelgono la via che gli consente di ottenere un controllo efficiente di tutte le questioni interne all’azienda in cui investono i propri capitali.

Un esempio particolare di studio sul tema è quello svolto da Khana, Dharwadkar e Brandesb, i quali sono arrivati a diverse conclusioni, tra cui quella principale che ha evidenziato che a maggiori livelli di dispersione della proprietà corrispondono livelli maggiori di remunerazione e, soprattutto, un maggiore ricorso a quella di tipo incentivante, dal momento che quello classico, non riesce a garantirgli un efficace monitoraggio del management. Quindi, questi investitori, ove possono, sulla scorta delle ipotesi poste dalla teoria dell’agenzia, modellano la compensazione dei CEO sulla base della capacità che vi è in azienda di monitorare gli agenti, ricorrendo anche a meccanismi di incentivazione da utilizzare al fine di allineare quelli che sono gli interessi dell’intera organizzazione.

Fatta una premessa su quelle che sono le evidenze letterarie già esistenti sulle tematiche di interesse, si passa a delineare quelli che sono i due principali obiettivi di questo studio: il primo, che si sostanzia nell’identificazione delle relazioni che sussistono tra i punteggi ambientali interni alla reportistica ESG e la definizione della CEO Equity linked Compensation; il secondo, è conseguente all’eventuale conferma del primo e si traduce nel recepimento del ruolo che detiene l’institutional ownership nel moderare la suddetta relazione all’interno delle realtà aziendali.

Una volta delineati gli obiettivi di questo studio, è essenziale definire quelle che sono le ipotesi sulla base delle quali si evolverà la restante parte dell'elaborato. Le ipotesi individuate formalmente sono due:

*H1: Il punteggio ambientale appartenente al rating ESG è correlato positivamente ai livelli di retribuzione azionaria che vengono riconosciuti periodicamente ai CEO aziendali.*

*H2: La presenza di investitori istituzionali all'interno di un'azienda funge da ruolo di moderatore sulla relazione sussistente tra l'environmental score e la CEO Equity linked compensation.*

Lo studio pone le sue basi su un campione le cui informazioni sono relative a 207 aziende americane, quotate in borsa e con investitori istituzionali interni al proprio assetto. Si tratta di un'analisi che raccoglie dati per sette anni (2015-2021), per un totale di osservazioni pari a 1449.

Le fonti di tutte queste informazioni sono tre: Orbis, da cui sono stati pescati tutti i dati di carattere finanziario; MSCI ESG all'interno del quale sono state selezionate le informazioni relative agli score ambientali dei rating; BoardEx, utilizzato per la raccolta dei valori relativi ai CEO equity linked compensation.

Una volta conclusa la raccolta di tutti i dati utili allo svolgimento dell'analisi, si è passati alla loro aggregazione e contestuale integrazione, affinché potessero essere applicati direttamente al campione adoperato nello studio. In seguito, è stata realizzata una Panel Data Analysis, ovvero un'analisi che mira ad effettuare un attento studio longitudinale sull'andamento che nel tempo ha una determinata variabile relativa ad un'organizzazione. Per la definizione di questi panel possono essere adoperati due diversi modelli: il Fixed-effect model, e il Random-effect model. La scelta tra i due modelli viene fatta sulla base delle risultanze di un test chiamato Hausmann Test, che riconosce il metodo più idoneo in funzione delle peculiarità delle variabili specifiche che si vanno ad analizzare e qui è risultato maggiormente coerente il modello a effetti fissi.

Successivamente sono state identificate una ad una le variabili raccolte e immesse nel Panel datasete; queste possono essere raggruppate in quattro distinte categorie: la variabile dipendente, rappresentata dalla CEO Equity linked Compensation all'anno  $t+1$ ; la variabile indipendente, definita dal punteggio ambientale del rating ESG; la variabile di moderazione, identificata dalla quota di partecipazione degli investitori istituzionali all'interno delle aziende; le variabili di controllo, raffigurate dalla dimensione dell'azienda, dalla CEO equity linked compensation al tempo  $t$ , dal ROA, dal ROE, dalla leva finanziaria e, infine, dall'EBIT.

Avendo tutte le fattispecie che riguardano l'analisi chiare, si è passati all'effettiva realizzazione delle analisi statistiche.

Per iniziare si è partiti con lo svolgimento di un'analisi statistica puramente descrittiva, nonché la prima tappa tipica di ogni studio quantitativo sperimentale, dal momento che consente di avere una visione completa dei dati utilizzati e di come questi si sono evoluti nel corso degli anni. Una particolarità che è stata recepita riguarda le tre variabili chiave, ovvero la CEO equity linked compensation al tempo  $t+1$ , l'environmental score e

l'institutional ownership, e questa si sostanzia nell'andamento simile che queste detengono. Infatti, per quasi tutti e sette gli anni, le fasi di crescita o di mantenimento delle loro medie coincidono.

In un momento successivo all'analisi descrittiva di tipo statistico, è stata effettuata un'analisi mirata a valorizzare le ipotesi base di questo elaborato al fine di dimostrarne la veridicità o la mendacità. Le evidenze che emergono da questo studio di regressione confermano le ipotesi poste nell'elaborato e, più nel particolare: l'ipotesi 1 viene confermata, evidenziando una significatività nella relazione tra il coefficiente e l'Environmental score inferiore al 5% (\*) e ciò significa che la variabile riguardante la remunerazione azionaria dei CEO assume una dipendenza da quello che è l'environmental score che le stesse organizzazioni ottengono sulla base della sensibilità ambientale internamente sviluppata; l'ipotesi 2 viene confermata, ed emerge una significatività inferiore al 10% (+) di quello che è il ruolo di moderazione da parte degli investitori istituzionali sulla relazione precedentemente confermata.

Per concludere, è stata svolta un'ultima analisi la cui funzione è stata quella di approfondire la forza e la veridicità della seconda ipotesi di questo studio. Si tratta di un'elaborazione prettamente grafica che si prefigge di analizzare in maniera più approfondita l'effetto di moderazione che l'institutional ownership detiene nel rapporto tra l'environmental score e la CEO equity linked compensation.

Da questo studio è emerso che l'effetto che l'environmental score ha nell'aumentare la CEO equity linked compensation è più forte quando l'institutional ownership è maggiore. L'interpretazione di questo risultato si ricollega al fatto che i proprietari istituzionali, tendono ad ottenere una sempre crescente importanza all'interno del consiglio facendo spesso aumentare i diritti di voto in loro possesso; in questo modo plasmano le decisioni in tale sede a seconda di ciò che reputano maggiormente corretto. Inoltre, questi hanno sempre dimostrato di essere inclini ad una maggiore convergenza tra la remunerazione dei CEO e i punteggi legati alle prestazioni ambientali, poiché da questi ultimi si possono ottenere grandi vantaggi nel lungo periodo, ovverosia l'orizzonte temporale cui questi attribuiscono un maggiore peso.

Per concludere, con questo elaborato si è riusciti a raggiungere l'obiettivo che ci si era preposti, dimostrando la veridicità delle ipotesi che inizialmente ci si era posti. Tuttavia, bisogna considerare che questo in studio ci si è solo preoccupati di analizzare l'aspetto ambientale dei tre fattori ESG. Proprio per tale ragione, è possibile porre le basi per un prossimo studio che potrebbe riprendere la medesima struttura della ricerca qui realizzata, ma adottando uno dei due fattori che sono stati tralasciati all'interno di questo, ovverosia quello sociale o quello di governo, affinché possano anche questi essere ben esplorati sotto l'aspetto delle correlazioni che presentano.



## Bibliografia

- Ahmad N., Mobarek A. (2021), *“Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis, Cogent Business & Management”*.
- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2022), *“Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings”*, Review of Finance.
- Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino, C., & Pelizzon, L. (2021), *“Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance”*, Corporate Social Responsibility and Environmental Management.
- Bracchi G. (2007); *“Il falso marchio di «locuste»”*, Il Sole24Ore, Lunedì 26 Marzo 2007.
- Buallay A., Al-Ajmi J., Barone E. (2021), *“Sustainability engagement’s impact on tourism sector performance: linear and nonlinear models”*.
- Buontempo A., *“Fascicolo 3/2022”*; Rivista del Diritto del Risparmio.
- Cohen S., Kodach I., Orazabal G., Reichelstein S. (2022), *“Executive compensation tied to ESG performance: International evidence”*.
- Ehrlich L. *“Greener CEO pay: Caroline flammer on why companies should use csr contracting to tie executive compensation to social responsibility”*, Boston University.
- Engle, R., Brogi, M., Cucari, N., & Lagasio, V. (2019), *“Environmental, social, governance: Implications for business and effetti per gli stakeholder”*, Responsabilità sociale d’impresa e gestione ambientale.
- ESG news (2021); *“Investitori istituzionali italiani: il 56% già adotta politiche di investimento sostenibile”*.
- Fink L. (2022), *“The origin of ESG”*.
- Fiorentini G. (2021), *“Tutte le imprese devono essere sociali: Profitto & impatto sociale: Sostenibilità per il Successo”*; Franco Angeli s.r.l., Milano.
- Folqué M., Olmedo E., Santamaria T. (2021), *“Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context”*.
- Freeman R.E., *“Strategic management: A stakeholder approach”*; Pitman, Boston, 1984.
- Friedman M., *“The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”*; New York Times Magazine, 1970.
- Greve H. R., Argote L. (2015); *“Behavioral Theories of Organization”*.
- J. Bailey, B. Klempner, J. Zoffer (2016); *“Sustaining sustainability: What institutional investors should do next on ESG”*; Mckinsey&Company.
- J. C. Hartzell, L. T. Starks (2003); *“Institutional Investors and Executive Compensation”*.

Jitmaneroj, B. (2016); “*Reform priorities for corporate sustainability: Environmental, social, governance, or economic performance?*”, Management Decision.

Kathleen M. Eisenhardt (1989), “*Agency Theory: An Assessment and Review*”, Academy of Management Review.

Koller, T., Nuttall, R., & Henisz, W. (2019), “*Five ways that ESG creates value*”, The McKinsey Quarterly.

Mancini J., Nyeso A. (2017); “*Common Ownership by Institutional Investors and its impact on Competition: OECD Background Paper*”.

Murè, P., Spallone, M., Mango, F., Marzioni, S., & Bittucci, L. (2021), “*ESG and reputation: The case of sanctioned Italian banks*”.

Navissi F., Naiker V.; “*Institutional ownership and corporate value*”; Department of Accounting and Finance, The University of Auckland Business School, Auckland, New Zealand.

O. Badunenko, N. Barasinka, D. Schaefer (2009); “*Determinants of Private Equity Investment in European Companies*”.

ONU, (2015), “*Accordo di Parigi*”, Parigi.

ONU, (2015), “*Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*”, New York.

Patnaik P., Daodar S. (2020), “*Does Corporate governance affect CEO compensation in Indian manufacturing firms?*”.

R. Khana, R. Dharwadkar, P. Brandesb (2004); “*Institutional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination*”, Journal of business research.

R. P. O. Morè, R. Telles, S. V. Marinho, F. H. C. Correa; “*Institutional Theory of Strategic Capacity and Competitive Advantage: Theoretical View of the Information Technology Industry in Brazil*”.

Spierings M., “*Linking Executive Compensation to ESG Performance*”, Harvard Business Law School (2022).

Stevens, P. (2020), “*Sustainable investing is set to surge in the wake of the coronavirus pandemic*”; CNBC Markets.

Ting-Ting Li, Kai Wang, Toshiyuki Sueyoshi, Derek D. Wang; “*ESG: Research Progress and Future Prospects*”; Sustainability 2021.

WCED, (1987), “*Our Common future*”, Rio de Janeiro.

Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019), “*Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?*”.

Zumente, I., & Bistrova, J. (2021), “*ESG importance for long-term shareholder value creation: Literature vs. practice*”.

## Sitografia

<https://accounting.binus.ac.id/2021/11/15/legitimacy-theory-and-its-relationship-to-csr/>

<https://esgnews.it/governance/issb-prime-due-bozze-di-standard-di-rendicontazione-esg/>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32011L0061>

<https://leg16.camera.it/465?area=7&tema=546&Fondazioni+bancarie>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/fondi-speculativi.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/fondo-comune-di-investimento-mobiliare-aperto.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investitore-istituzionale.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/organismi-di-investimento-collettivo-del-risparmio.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/societa--di-investimento-a-capitale-variabile.html>

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

<https://www.isc.hbs.edu/creating-shared-value/csv-explained/Pages/default.aspx>

<https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/the-esg-premium-new-perspectives-on-value-and-performance>

<https://www.morningstar.com/articles/1017056/sustainable-equity-funds-outperform-%20traditional-peers-in-2020>

<https://www.oecd.org/competition/common-ownership-and-its-impact-on-competition.htm>

<https://www.statista.com/statistics/1268534/comparison-esg-scores-largest-companies-provider-worldwide/>

<https://www.statista.com/statistics/1296383/why-institutional-investors-implement-esg/>

<https://www.statista.com/statistics/799497/change-in-considering-esg-issues-due-to-covid-19/>

## Ringraziamenti

*Un ringraziamento sincero alla mia relatrice Prof.ssa Barbara Sveva Magnanelli, al Dott. Nasta e al correlatore Prof. Fabrizio Di Lazzaro per la grande disponibilità e gentilezza dimostratami durante il percorso.*

*Un ringraziamento dal profondo del cuore alla mia famiglia per il sostegno, per la pazienza e, soprattutto, per l'amore dimostratomi costantemente.*