

Dipartimento
di Economia e Management

Cattedra
Corporate Governance e Internal Auditing

**Gli obiettivi di sostenibilità nelle politiche retributive degli amministratori
esecutivi e del top management: un'analisi empirica delle imprese dell'indice FTSE
Italia Mid Cap**

Prof. Saverio Bozzolan

RELATORE

Prof. Simone Scettri

CORRELATORE

Giovanni F. Patroni Griffi

Matricola 790921

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

Indice

<i>Introduzione</i>	1
CAPITOLO I	3
<i>La nuova pressione dei soci per lo sviluppo sostenibile</i>	3
1. <i>La retribuzione dei dirigenti nella visione profitto-centrica dell'impresa</i>	3
2. <i>La crisi della visione profitto centrica dell'impresa</i>	5
3. <i>L'enlightened shareholder value e le politiche retributive quale strumento di crescita sostenibile</i>	8
3.1. <i>Le evoluzioni normative in materia di sostenibilità e la retribuzione sostenibile nel codice di corporate governance italiano</i>	12
3.2. <i>I riflessi reputazionali degli incentivi retributivi del management legati ad obiettivi di sostenibili</i>	20
3.3. <i>Sviluppo sostenibile come mezzo per attirare investimenti</i>	22
4. <i>La prassi adottata nelle principali società italiane</i>	29
4.1. <i>Gli obiettivi ESG nei piani retributivi degli esecutivi</i>	30
5. <i>Le questioni ancora aperte</i>	31
CAPITOLO II	35
<i>Analisi Empirica</i>	35
1. <i>Premessa</i>	35
2. <i>Selezione dei dati</i>	36
3. <i>Le variabili oggetto di analisi</i>	36
4. <i>Il tema della sostenibilità nelle politiche di remunerazione degli amministratori e dirigenti</i>	38
4.1. <i>Il settore economico di appartenenza e la sostenibilità delle politiche retributive nelle imprese dell'indice FTSE Italia Mid Cap</i>	41
4.2. <i>La presenza del socio pubblico e la sostenibilità delle politiche retributive</i>	43
4.3. <i>Il grado di concentrazione degli assetti proprietari e il peso attribuito agli obiettivi ESG nelle politiche retributive</i>	45
5. <i>La Performance ESG e la Performance finanziaria delle imprese che compongono l'indice FTSE Mid Cap</i>	47

6. La correlazione tra l'inclusione di obiettivi ESG nella retribuzione degli amministratori e del top management e la performance in materia di sostenibilità delle imprese	51
6.1. Un confronto con le imprese appartenenti all'indice FTSE MIB e FTSE Small Cap	57
6.2. Un confronto con le imprese di media capitalizzazione quotate sulla Borse di Londra, Parigi e Francoforte	59
7. Conclusioni	62
Bibliografia	64
Appendice 1: Matrici di analisi delle società appartenenti all'indice FTSE Mid Cap Italia	72
Appendice 2: Matrice di analisi delle società appartenenti all'indice FTSE MIB Italia	82
Appendice 3: Matrice di Analisi delle società appartenenti all'indice FTSE Small Cap Italia	84
Appendice 4: Matrice di Analisi imprese di media capitalizzazione quotate sulla Borsa di Londra.....	88
Appendice 5: Matrice di Analisi imprese di media capitalizzazione quotate sulla Borsa di Parigi.....	91
Appendice 6: Matrice di Analisi delle società di media capitalizzazione quotate sulla Borsa di Francoforte	94

Introduzione

La mitigazione degli impatti negativi derivanti dal cambiamento climatico e la costruzione di una società più equa e giusta sono considerate le sfide preminenti del nostro secolo.

Recentemente, la sostenibilità, sia ambientale che sociale, nell'esercizio dell'attività di impresa ha guadagnato una posizione di rilievo nel dibattito pubblico.

Un numero sempre maggiore di *stakeholders* sollecita le imprese a garantire la sostenibilità dei propri processi produttivi a lungo termine, al fine di rispondere alle necessità attuali del mercato senza compromettere la possibilità delle future generazioni di soddisfare i propri bisogni¹.

Numerose iniziative, sia nazionali che internazionali, mirano a incentivare le imprese, in particolare le grandi società per azioni, a ripensare i propri paradigmi economici in un'ottica di sviluppo sostenibile, promuovendo una maggiore responsabilità sociale, ambientale nonché il rispetto dei diritti umani.

Tra queste iniziative, spiccano diversi interventi normativi finalizzati a stimolare l'introduzione di politiche retributive per gli amministratori e i dirigenti con responsabilità strategiche che affianchino ai tradizionali obiettivi quantitativi di natura finanziaria, componenti qualitative o non finanziarie legate a obiettivi di sostenibilità.

Nel capitolo introduttivo del presente elaborato, si procederà a un'analisi sintetica delle dinamiche economiche e sociali che influenzano l'orientamento degli azionisti verso l'adozione di criteri sostenibili nella definizione dei piani di remunerazione variabile dei dirigenti.

Il secondo capitolo sarà dedicato ad un'analisi empirica del fenomeno volta ad analizzare gli effetti dell'inclusione progressiva di componenti qualitative nelle schede di valutazione a breve e lungo termine degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche sulla performance in materia di sostenibilità di eminenti imprese italiane.

A tal fine, sono state esaminate le relazioni sulle politiche di remunerazione e sui compensi erogati pubblicate dalle società quotate nell'indice FTSE Mid Cap della Borsa

¹ "Meeting the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs", la definizione di sostenibilità fornita dalle Nazioni Unite nel 1987 in World Commission on Environment and Development, *Our Common Future*, (1987), Oxford University Press, a p. 8.

Italiana, per verificare la diffusione e le peculiarità del fenomeno nelle imprese quotate in borsa di medie dimensioni e l'effettivo interesse verso la tutela degli interessi degli *stakeholders* al di fuori del maggiore indice azionario della Borsa Italiana (FTSE MIB).

CAPITOLO I

La nuova pressione dei soci per lo sviluppo sostenibile

1. La retribuzione dei dirigenti nella visione profitto-centrica dell'impresa

L'importanza della corretta strutturazione delle politiche retributive dei dirigenti quale strumento di *corporate governance* è sottolineata in numerosi studi di organizzazione aziendale, che identificano nelle *remuneration policies* un utile strumento di gestione dei problemi di *agency*².

A causa dei problemi di agenzia causati dalla separazione tra proprietà e gestione, i manager (gli *agents*) potrebbero non sempre agire nel migliore interesse degli azionisti (i *principals*) e, dunque, assumere decisioni ottimali alla massimizzazione del valore o del rendimento della partecipazione³.

Da ciò deriva la necessità di sviluppare un sistema di incentivi adeguato ad (ri)allineare gli interessi dei manager con l'interesse dei soci⁴.

In questa sede non è certo possibile, se non in modo *tranchant*, riassumere il complesso dibattito sulla identificazione dell'interesse sociale, tra teorie istituzionalistiche e teorie contrattualistiche.

Qui si può solo ricordare che, nel secolo scorso, anche sulla scorta di una concezione economica neoliberalista, la dottrina e la giurisprudenza predominanti indentificano

² La letteratura giuridica ed economica sul tema è vasta. M.C. JENSEN e W. H. MECLING in *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, (1976), Journal of Financial Economics Volume 3, Issue 4, p. 305 e ss., furono tra i primi a sostenere che la separazione tra proprietà e controllo genera costi di agenzia e che le politiche retributive del management potessero essere uno strumento utile per allineare gli interessi degli azionisti e dei dirigenti. Jensen in alcuni scritti successivi ha analizzato l'evoluzione delle principali pratiche aziendali in materia di remunerazione. Tra di essi è opportuno citare M. JENSEN, K. MURPHY, *Performance Pay and Top Management Incentives*, (1990), Journal of Political Economy, 98, 225. M. JENSEN, K. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, (2004), ECGI Finance Working Paper No 44/2004. Una più recente analisi dell'utilizzo delle politiche retributive dei dirigenti quale strumento per ridurre i costi di agenzia e le principali tendenze al riguardo è offerta da G. FERRARINI e M. C. UNGUREANU, *Executive Remuneration*, (2018), in Jeffrey N. Gordon, and Wolf-Georg Ringe (eds), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford Handbooks).

³ M.C. JENSEN e W. H. MECLING in *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, (1976), *op. cit.*

⁴ *Ibid.*

l'interesse sociale nell'interesse dei soci, e quest'ultimo nel perseguimento dello scopo lucrativo (cd *shareholders' value*).

Celebre il *leading case* della Suprema Corte statunitense del 1919, *Dodge v. Ford Motor Co.*, che rispetto alla richiesta di distribuzione dei dividendi precisava che «*a business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders*».

Le teorie neoliberiste si ponevano in continuità con il pensiero di Adam Smith⁵. L'economista scozzese, come noto, vedeva il libero mercato come una “forza” invisibile e benefica (*the invisible hand*) per l'intera collettività, capace di garantire la migliore allocazione delle risorse⁶.

Pertanto, il perseguimento del profitto, insito nelle attività imprenditoriali, assolverebbe indirettamente a un ruolo positivo per l'intera comunità, generando ricchezza e contribuendo ad aumentare i livelli di occupazione e la crescita economica dello Stato⁷.

Al contempo, spetterebbe allo Stato compensare le esternalità negative che, inevitabilmente, derivano dall'esercizio delle attività economiche⁸.

Attraverso adeguate politiche fiscali, gli Stati potrebbero, in un'economia prospera, raccogliere le ingenti risorse finanziarie necessarie per sostenere adeguate il *welfare* nonché per compensare i costi sociali (come l'inquinamento e i bassi salari) che possono derivare dall'attività d'impresa⁹.

⁵ Cfr. A. SMITH, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, (1776), a cura di J. Rogers, Clarendon Press, 1869; ID., *The Theory of Moral Sentiments*, (1759), a cura di Knud Haakonssen, Cambridge University Press, 2002.

⁶ S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, (2021), *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 99 Fascicolo 1, 2021, a p. 114.

⁷ Tale conclusione A. SMITH viene ripresa da F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, (2022), a p. 418, che sottolinea che un'impresa che arricchisce i suoi soci senza danneggiare terzi, realizza indirettamente un'utilità sociale attraverso il pagamento delle imposte sui profitti.

⁸ Cfr. A.C. PIGOU, *The Economics of Welfare*, (1920), 4ª edizione Macmillan 1932.

⁹ “Lasciamo alle imprese fare ciò che sanno fare meglio di tutti, ossia utilizzare nel modo più efficiente le risorse disponibili e produrre nuova ricchezza. Appartiene invece alla politica e solo ad essa vegliare sulla concorrenza e sulle esternalità negative, intervenendo solo là dove gli inevitabili fallimenti del mercato lo esigano.” così F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, (2022), op.cit., a p. 460

Il principio della preminenza dello *shareholders' value* veniva ancora negli anni '70 del secolo scorso riaffermato con forza da M. Friedman¹⁰, quale osservava che «*in a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employe of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to the basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom*».

Questa visione dell'interesse sociale portava numerose imprese ad adottare politiche retributive, spesso basate su massicci piani di *stock options*, che facevano dipendere i livelli retributivi dalla *performance* economica dell'impresa, misurata dai dividendi distribuiti ai soci¹¹.

2. La crisi della visione profitto centrica dell'impresa

Le varie crisi finanziarie e il susseguirsi di disastri climatici hanno indotto numerosi autori a mettere in discussione l'efficienza, sia in un'ottica sociale che economica, dell'idea profitto-centrica dell'interesse sociale¹².

Il limite principale della visione neoliberista dell'interesse sociale e, conseguentemente, dei doveri degli amministratori, è che essa sembra legittimare le imprese a creare esternalità negative, senza doverne sopportare i relativi costi¹³.

¹⁰ M. Friedman, *The social responsibility of business is to increase its profits*, in The New York Times Magazine, 13 settembre 1970, www.umich.edu

¹¹ J. CORE, W. GUAY, D. LARCKER, *Executive equity compensation and incentives: A survey*, (2003), Economic Policy Review, 9, 27–50.

Tra i primi commentatori in materia critica di tale forma di forma di compenso M. BERTRAND, E S. MULLAINATHAN, in, *Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are*, (2001), Quarterly Journal of Economics, 116, 3, a p. 901 e ss.

¹² Klaus Schwab, il presidente del *World Economic Forum* nel commentare il Manifesto di Davos, ha sostenuto che la visione profitto-centrica dello scopo sociale e il *focus* sugli obiettivi di breve periodo costituisce una forma di capitalismo scollegata dall' economia reale. I giovani, come dimostra l'attivismo recente contro il cambiamento climatico, vogliono lavorare, investire o acquistare da aziende che hanno valori al di là della massimizzazione del valore per gli azionisti. Inoltre, gli investitori hanno iniziato a riconoscere che il loro successo a lungo termine è strettamente legato a quello dei loro clienti, dipendenti e fornitori – in K. SCHWAB, *We must move on from neoliberalism in the post-Covid era*, (2020), consultabile presso: <https://www.weforum.org/agenda/2020/10/coronavirus-covid19-recovery-capitalism-environment-economics-equality/>

¹³ F. DENOZZA sottolinea che uno dei difetti principali della teoria dello *shareholder value* è l'impossibilità di concepire leggi o contratti che non lascino agli amministratori margini di discrezionalità che gli consentano di adottare strategie dannose nei confronti degli altri portatori di interessi- in F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, (2010), a p. 28

In un saggio del 2009, poco dopo la grande crisi finanziaria del 2008, il premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz sosteneva l'assenza di una validazione empirica del dogma, sostenuto dai teorici economici neoliberalisti, dei benefici per la collettività derivanti dalla persecuzione della sola massimizzazione (peraltro a breve termine) del profitto dei soci¹⁴.

Secondo Stiglitz le crisi finanziarie dimostrano, al contrario, l'incapacità del mercato di autoregolamentarsi¹⁵.

Di qui l'emergere di una nuova concezione, istituzionalistica, dell'interesse sociale identificato nell'interesse collettivo di tutti soggetti (i c.d. *stakeholders*), ivi inclusi i soci, che siano comunque, e a vario titolo, interessati alle sorti dell'impresa sociale¹⁶.

I motivi che portano a imputare i fallimenti del mercato alla cultura profitto-centrica dell'impresa sono certamente molteplici.

Purtuttavia un ruolo centrale vi riveste l'interrogativo di fondo su quale sia l'interesse della società e sui conseguenti doveri degli amministratori.

Se l'interesse sociale si esaurisce nell'interesse, egoistico, al lucro in una prospettiva di breve periodo appare assolutamente giustificabile il disinteresse degli amministratori nei confronti della sostenibilità non solo economica ma anche sociale dell'impresa.

D'altronde gli schemi retributivi utilizzati incentivavano gli amministratori, coerentemente alla teoria dello *shareholders' value*, ad incentrare la propria attenzione sulla sola profittabilità dell'impresa.

La logica del massimo profitto annidava, tuttavia, numerosi rischi, anche per i soci. Gli amministratori erano incentivati a cogliere tutte le opportunità, benché rischiose offerte dal mercato, al fine di soddisfare le attese di pingui dividendi da parte dei soci (e al contempo incrementare la propria remunerazione legata all'utile d'esercizio).

Ove però le decisioni assunte si fossero rivelate erranee, a pagarne il costo sarebbero stati i soci e la collettività¹⁷, su cui sarebbero ricadute le pesanti esternalità negative.

¹⁴ D. J. STIGLITZ, *Moving beyond market fundamentalism to a more balanced economy*, (2009), *Annals of Public and Cooperative Economics*, Vol 80, Issue 2009, a p. 346.

¹⁵ Ibid.

¹⁶ F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, 2010, in *econometrica.it*

¹⁷ "La preferenza per la massimizzazione dei risultati di breve termine può determinare la misura del successo degli investitori istituzionali in un Mercato incapace di rilevare e riflettere nel prezzo dei prodotti finanziari il valore di lungo termine." - S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, (2021), op.cit., a p. 103

Ma c'è di più. In non pochi casi la necessità di soddisfare le attese dei soci e del mercato sulla redditività dell'attività di impresa – e, soprattutto, non compromettere la percezione delle proprie indennità retributive - portava gli amministratori a “truccare le carte”, e pertanto fornire al mercato informazioni poco attendibili, opache se non inventare.

L'esempio più noto di questo tipo di comportamento è dato “scandalo Enron” negli Stati Uniti¹⁸ all'inizio del nuovo millennio.

Gli amministratori e dirigenti Enron percepivano importanti incentivi retributivi basati sulla profittabilità dell'impresa, misurata dall'utile di esercizio e dal valore di mercato delle azioni.

Sotto pressione, per compiacere gli azionisti e aumentare i propri guadagni, gli amministratori della società iniziarono a costruire un castello di carte.

Tra gli stratagemmi utilizzati un ruolo principale era assunto dal sistema di contabilità “*mark-to-market*”, tipico delle società finanziarie, per cui appena un contratto veniva sottoscritto, i ricavi attesi in futuro venivano subito messi a bilancio, iscrivendoli al conto economico.

Di qui l'iscrizione in bilancio di utili inesistenti, e l'omessa emersione per contro delle ingenti perdite che si stavano accumulando.

Le conseguenze di tale tipo di comportamento erano drammatiche per l'equilibrio del mercato, che si trovava a premiare le imprese che realizzavano i maggiori profitti nel breve periodo, senza consapevolezza (e quindi senza “prezzare”) degli effetti negativi o comunque dei rischi nel medio/lungo periodo¹⁹.

Sul punto non possono non ricordarsi le conclusioni del Rapporto de Larosière²⁰ sul fatto che pratiche retributive inadeguate avrebbero favorito «comportamenti

¹⁸ P. BONDARENKO, *Enron Scandal*, (2022), consultabile presso: <https://www.britannica.com/event/Enron-scandal>

¹⁹ Sembra che l'asimmetria informativa tra i dirigenti delle società e gli altri partecipanti al mercato e la conseguente distorsione dell'informazione finanziaria siano la principale fallacia della teoria economica di Smith, che fondava il proprio modello economico su un mercato perfettamente trasparente. Sul pericolo che talune forme di remunerazione incentivino gli amministratori ad effettuare politiche gestionali non favorevoli alla generalità degli azionisti o addirittura a adottare comportamenti di tipo abusivo sul mercato, si veda M. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo 114 bis Tuf.*, (2009), in *Giur. comm.*, a p. 129 e G. FERRARINI & N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, (2005), in *Riv. Soc.*, a p. 590.

²⁰ Rapporto de Larosière, *The high-level group on financial supervision in the EU*, 25 febbraio 2009, www.europa.eu

eccessivamente rischiosi, contribuendo alle perdite significative subite da imprese finanziarie di grande importanza».

La crisi ha evidenziato la necessità di incentivare gli amministratori a perseguire di strategie *longterministe* e aumentare la trasparenza nelle informazioni rese al mercato sia per i profili finanziari che per quelli non finanziari dell'attività impresa.

L'asimmetria informativa, finanziaria e non finanziaria, tra gli amministratori e il pubblico opacizza il mercato e rende difficile, anche ai decisori politici, implementare un sistema regolatorio che possa identificare e porre rimedio alle esternalità in questione²¹, ad esempio implementando politiche di *welfare* adeguate e tempestive, spesso troppo costose per il bilancio dello Stato nel momento in cui la crisi si verifica²²

Questo problema assume una maggiore rilevanza se si considera che le crisi finanziarie che hanno origine in una determinata nazione spesso riverberano i propri effetti sul mercato globale (effetto domino), con effetti devastanti soprattutto per i paesi meno sviluppati o in via di sviluppo, privi delle risorse necessarie a proteggere i propri cittadini dagli effetti più drammatici della recessione.

3. L'enlightened shareholder value e le politiche retributive quale strumento di crescita sostenibile

Successivamente alla grande crisi finanziaria si è acceso un dibattito sui quali fossero i migliori meccanismi di governo societario (*corporate governance*) in grado di rispondere alle esigenze di tutela degli investitori e contrastare il rischio sistemico²³.

²¹ A. JOHNSTON, *Facing up to social cost: the real meaning of corporate social responsibility*, (2011), Griffith Law Review, Vol 20, Num. 1, a p. 222.

²² La crisi finanziaria del 2008 ha messo in evidenza i limiti dell'intervento statale. Infatti, secondo le stime della Banca Mondiale del 2009, la crisi finanziaria ha portato più di 89 milioni di persone a vivere in estrema povertà e ha aumentato il numero di disoccupati di 37 milioni rispetto all'anno precedente. - In I. MASSA, *The impact of the global financial crisis: What does this tell us about state capacity and political incentives to respond to shocks and manage risks?* (2009), Overseas development Institute, a p.4, consultabile presso: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/57a08a80e5274a31e000062e/60895-part1_crisis_lit_review-effects_of_GFC.pdf

²³ C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, (2018), Rivista delle società n. 1/2018, 3, a p. 8

Tra gli studi che sono stati compiuti in merito alla correlazione fra gli aspetti strutturali della remunerazione degli esecutivi e lo scoppio della grande crisi finanziaria del 2009 è opportuno citare il RAPPORTO DE LAROSIÈRE, *The high-level group on financial supervision in the EU*, (2009), reperibile nell'archivio del sito www.europa.eu. Il rapporto conclude che i responsabili politici devono focalizzarsi sull'aspetto strutturale della remunerazione, poiché una significativa componente variabile può incentivare una maggiore propensione al rischio, a discapito dei creditori e dei lavoratori, che possono risultare potenzialmente danneggiati o, quantomeno, non avvantaggiati da un eccesso di rischio.

La reazione a strategie eccessivamente *shorterministe* si è tradotta in tempi recenti nella adozione di politiche retributive legate che premiano la redditività a lungo termine dell'impresa²⁴.

In questa nuova prospettiva la creazione di valore per gli azionisti si fonda sull'adozione di strategie imprenditoriali volte ad incrementare la competitività dell'impresa, limitando l'assunzione di rischi eccessivi e, allo stesso tempo, promuovendo il progresso delle condizioni economiche e sociali delle comunità in cui si volge l'attività economica²⁵.

Un ruolo centrale nel successo di lungo periodo dell'impresa è dato dalla tutela efficace degli interessi tutti gli *stakeholders*²⁶.

Tale concetto è così sinteticamente espresso nel Manifesto di Davos (2020): «*the purpose of a company is to engage all its stakeholders in shared and sustained value creation*».

Come sostiene Jensen il valore che il mercato attribuisce a un'azienda nel lungo periodo costituisce il metodo più efficace di valutazione del buon *management* di un'impresa.

²⁴Montalenti definisce con in termine neo-istituzionalismo tale concezione dell'interesse sociale: «*L'interesse sociale è dunque, a mio parere, composizione di interessi plurimi delle diverse categorie di azionisti, nei limiti degli interessi-altri (dei lavoratori, dei consumatori, della comunità di riferimento, dell'ambiente, cioè degli stakeholder in generale) coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza profit-oriented che converge nell'interesse all'efficienza dell'impresa ma con un equilibrato bilanciamento con gli interessi degli stakeholder.*» In P. MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, (2024), in *Impresa e sostenibilità* a cura di Paolo Montalenti, a p. 1196

²⁵ M. PORTER and M. KRAMER, *Creating Shared Value: How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth*, (2011), Harvard Business Review 3, a p. 6

²⁶ Tra i maggiori sostenitori della visione “stakeholderista” dello scopo di impresa è opportuno citare Colin Mayer che in un noto saggio ha cercato di dimostrare che lo scopo principale delle grandi aziende dovrebbe essere quello di affrontare i problemi delle comunità locali e del pianeta. I profitti verranno ottenuti come parte di questo processo, ma non sono il fine ultimo della corporation - C. MAYER, *Prosperity*, (2018), Oxford, a p. 109

Su posizioni simili si pone anche Alex Edmans che ritiene che le imprese debbano perseguire quale fine ultimo il benessere dell'intera società. L'aumento dei profitti sarà solo una conseguenza secondaria del perseguimento del proprio scopo. In questo contesto, comparando i profitti di una società ad una torta suggerisce un cambiamento di mentalità: dall'idea di "dividere la torta" (*pie-splitting mentality*) a quella di "far crescere la torta" (*pie-growing mentality*) nell'interesse non solo dei soci. - A. EDMANS, *Grow the Pie. How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, (2020), Cambridge, a p. 187 ss.

I mercati divengono maggiormente consapevoli di tutte le implicazioni delle politiche di un'impresa quando si consolidano o si incrementano, nel tempo, remunerativi flussi di cassa²⁷ e le quote di mercato²⁸.

L'adozione di strategie di lungo periodo implica, altresì, l'identificazione e la limitazione delle esternalità che possono derivare dall'attività di impresa.

In quest'ottica lo sviluppo è sostenibile quando consente, contemporaneamente, la profittabilità dell'impresa e la tutela del benessere collettivo²⁹.

La visione, che potremmo dire illuminata, della creazione di valore per gli azionisti, quindi, non nega lo scopo di lucro, che è alla base di ogni attività economica, ma contesta che l'interesse sociale sia identificato solo in esso come faceva la dottrina neoliberale.

Al contrario, essa ritiene che nel perimetro dell'interesse sociale possa e debba rientrare la creazione di rapporti positivi e duraturi basati sul rispetto, sulla fiducia e sul vantaggio reciproco tra soci e *stakeholders* non finanziari³⁰.

²⁷ M. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, (2010), 22 *Journal of Applied Corporate Finance* 32, and (2002) 12 *Business Ethics Quarterly*, a p. 235

²⁸ G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, (2020), Ecgi, Law Working Paper N° 559/2020, a p. 22

²⁹ Tra i sostenitori della teoria il celebre avvocato newyorkese Martin Lipton in un documento scritto per il *World Economic Forum* sosteneva la necessità della cooperazione tra imprese, azionisti e *stakeholder*, ritenendo che capacità di implementare strategie sostenibili sia essenziale alla sopravvivenza della impresa nel lungo periodo – documento consultabile presso https://www3.weforum.org/docs/WEF_Integrated_Corporate_Governance_2020.pdf

Anche P. MONTALENTI argomenta a favore dell'adesione dei principi della responsabilità sociale delle imprese se funzionale all'efficienza dell'impresa in – P. MONTALENTI, *L'interesse sociale*, (2018), *Rivista delle società*, a p. 306 e ss.

In maniera simile C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, (2018), op.cit., p.12

Contra M. STELLA RICHTER - A causa della vaghezza del concetto di sostenibilità ambientale e sociale, che include tematiche eterogenee tra loro, è difficile effettuare un'analisi scientifica del rapporto tra sostenibilità sociale e ambientale e la capacità di sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo – a questo proposito Richter adduce l'esempio di molte compagnie aeree che hanno licenziato moltissima forza lavoro in tempo di covid perché il modello di business che adottavano era divenuto insostenibile in M. STELLA RICHTER, *Longtermism*, (2021), In *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*. Giappichelli, 2021, a p. 29

Scettico sulla correlazione tra impegno per la sostenibilità ed efficienza dell'impresa anche E. RIMINI in *Sostenibilità e nuova governance delle imprese azionarie nel diritto interno e comunitario tra realtà, criticità e prospettive*, (2024), *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.2 a p. 287 che sostiene che la transizione verso la sostenibilità attraverso la priorità dei valori economici rispetto agli obiettivi ambientali, piuttosto che sociali o umanitari, comporta per l'impresa costi di transazione particolarmente elevati e provoca notevoli tensioni aziendali cosicché alcune decisioni, che teoricamente dovrebbero essere sostenibili, risultano invece insostenibili nel breve termine, specialmente nei primi momenti di questo cambiamento di direzione.

³⁰ R. FREEMAN, K. B. PALMAR, *Stakeholder capitalism*, (2007), *Journal of business ethics*, Vol.74, num. 4, 303, a p. 304.

Kaplan e Norton sono stati tra i primi a proporre un nuovo metodo di valutazione della *performance del management*, orientato alla crescita di lungo periodo e basato su metriche finanziarie e non finanziarie³¹.

Il modello proposto dai due studiosi denominato “Balanced Scorecard” considera le prestazioni organizzative da quattro prospettive: finanziaria, del cliente, dei processi aziendali interni, dell'apprendimento e della crescita ampliando l'insieme degli obiettivi delle unità di *business* al di là delle misure finanziarie sintetiche³².

L'obiettivo di tale modello è individuare le attività fondamentali per la creazione di valore e pur mantenendo, attraverso le prospettive finanziarie, un interesse per la *performance* a breve termine, ottenere una *performance* finanziaria e competitiva superiore a lungo termine.

Il modello è stato sempre più implementato dalle imprese sin dagli anni '90 e 2000 attraverso l'integrazione di indicatori di *performance* non finanziaria nelle politiche retributive dei dirigenti³³.

Gli obiettivi non finanziari delle imprese sono oggi spesso declinati secondo tre principali direttive: “*environmental*”, “*social*” e “*governance*” seguendo il *framework* sviluppato dalle Nazioni Unite per l'integrazione della sostenibilità nelle politiche aziendali³⁴.

³¹ R. S KAPLAN, D. P. NORTON, *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, (1996), Harvard Business School Press, a p. 8

³² *Ibid.*, a p.10

³³ Trattano approfonditamente il tema della “Balanced Score Card” J. BUDE in *Performance Measure Congruity and the Balanced Scorecard*, (2007) 45(3) *Journal of Accounting Research* 515, 515 e P. SNAPKA, A. COPIKOVA, *Balanced Scorecard and Compensation*, (2011), International Conference on Business and Economics Research, a p. 16. Sulla rilevanza assunta dalle politiche retributive del top management nella promozione della sostenibilità di impresa si esprime S. SONNATI in “*la trasparenza e la sostenibilità della retribuzione dei top manager tra diritto finanziario, corporate governance e profili giuslavoristici*”, (2023), *Diritto delle relazioni industriali*, a p. 722 che afferma che: “è sempre più chiaro il mutato ruolo della retribuzione (soprattutto variabile) del top management, che non si limita ad identificare il corrispettivo del lavoro svolto, ma si mostra più funzionale al perseguimento della sostenibilità [...] è necessario, quindi, da un lato parametrare le retribuzioni variabili al concetto di «sostenibilità economica dell'impresa», ossia considerare segnatamente necessità di preservare l'equilibrio finanziario della stessa in relazione ad un arco temporale relativamente ampio, dall'altro, concentrare l'attenzione sui fattori di *environmental*, *social* and *corporate governance* (c.d. ESG), con i quali si tende a limitare la ricerca di profitti di breve periodo, in favore del perseguimento di obiettivi di lungo termine e di sostenibilità sociale e ambientale in grado di riflettersi sulla *performance* reputazionale dell'impresa.”

³⁴ La declinazione della sostenibilità di impresa secondo le direttive “ESG” ha origine nei primi anni duemila. Nel gennaio 2004, Kofi Annan, al tempo segretario generale delle Nazioni Unite scrisse ai CEO di 55 delle principali istituzioni finanziarie del mondo invitandoli a partecipare a una iniziativa, sotto il patrocinio del Global Compact, intitolata “*Who Cares Wins*”. Da questa iniziativa è nato un rapporto che utilizzava per la prima volta il nuovo termine “ESG” e conteneva raccomandazioni per diversi attori su

Tale tendenza è oggi incentivata dal progressivo affermarsi di una maggiore sensibilità verso la sostenibilità, di cui è manifestazione il filone regolamentare della trasparenza non finanziaria e della retribuzione sostenibile degli amministratori³⁵ e la vasta letteratura economica che ne ha analizzato i vantaggi in termini di incremento del valore reputazionale e facilità nel reperire capitale di rischio e di credito³⁶.

3.1. Le evoluzioni normative in materia di sostenibilità e la retribuzione sostenibile nel codice di corporate governance italiano

L'impegno delle imprese per la sostenibilità e il perseguimento di obiettivi non finanziari e di lungo periodo è, come anticipato, accentuato dai numerosi obblighi di trasparenza in materia di divulgazione dell'impatto non finanziario dell'attività di impresa ed in materia di politiche retributive dei dirigenti e dai codici di autodisciplina redatti in diversi paesi che regolano le *best practices* per le società che ricorrono al mercato del capitale di rischio³⁷.

Incentivare le imprese ad adottare strategie di crescita socialmente ed ambientalmente responsabili è infatti da lungo tempo l'obiettivo entrato di numerose istituzioni internazionali.

come integrare meglio le questioni ambientali, sociali e di governance aziendale nella gestione degli asset, nei servizi di intermediazione mobiliare e nelle funzioni di ricerca associate.

THE GLOBAL COMPACT, *Who cares wins: connecting financial markets to a changing world*, (2004), disponibile presso [Who cares wins : connecting financial markets to a changing world \(worldbank.org\)](https://www.worldbank.org/en/publications/globalcompact/who-cares-wins)
Elisabeth Pollman offre un'analisi approfondita della storia della nascita dell'acronimo ESG e la sua evoluzione in E. POLLMAN, *The Making and Meaning of ESG*, (2022), ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N° 659/2022

³⁵ Tali interventi normativi hanno lo scopo di ridurre il livello di genericità e astrattezza che spesso caratterizza i discorsi e le previsioni sulla sostenibilità aziendale e allo stesso tempo influire direttamente sulle decisioni gestionali, orientando l'azione degli amministratori verso un equilibrio tra obiettivi finanziari e di sostenibilità. - G. BALLERINI, *Profili ESG e politiche di remunerazione*, (2023), Le Nuove Leggi Civili Commentate, n. 6, a p. 1466

³⁶ A. ALSHEHHI, H. NOBANE, N. KHARE, in un'analisi comparativa della vasta letteratura accademica esistente sul legame tra pratiche di sostenibilità e performance finanziaria aziendale, hanno rilevato che la maggior parte degli studiosi ha scoperto una correlazione positiva tra le due cose nel lungo periodo (A. ALSHEHHI, H. NOBANE, N. KHARE, *The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential?*, (2018), Sustainability, Vol 10 Issue 2, 494). N. POZZATO, in *osservatorio - gli obiettivi non finanziari nelle politiche di remunerazione degli amministratori di società italiane appartenenti all'indice FTSE MIB. un'analisi empirica*, (2023), Banca Borsa Titoli di Credito, fasc. 3, a p. 473 svolge un'analisi della normativa italiana ed europea in materia di retribuzione sostenibile e delle principali tendenze in materia delle società quotate nell'indice FTSE MIB.

³⁷ L'espressione ESG è difatti legata alla nascita nel 2000 del Global Compact, un'iniziativa strategica delle Nazioni Unite di cittadinanza di impresa a adesione volontaria volta ad incentivare le imprese mondiali a adottare politiche di impresa sostenibili e socialmente responsabili

Le Nazioni Unite e l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico sono state tra le principali promotrici della cooperazione tra Stati e imprese per lo sviluppo sostenibile attraverso accordi di partenariato globale e l'emanazione di linee guida.

Nel 2000 le Nazioni Unite diedero vita al *Global Compact*, un'iniziativa strategica di cittadinanza di impresa ad adesione volontaria volta ad incentivare le imprese mondiali ad adottare politiche di impresa sostenibili e socialmente responsabili³⁸.

L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), ha invece redatto nel 1976, con la partecipazione attiva di imprese, lavoratori, ONG, Paesi non aderenti e organizzazioni internazionali, le “*OECD Guidelines for Multinational Enterprises*”, una serie di raccomandazioni per lo sviluppo sostenibile rivolte alle imprese multinazionali³⁹.

Anche l'Unione Europea ha posto tra i suoi principali obiettivi la creazione di un'economia competitiva fondata sullo sviluppo sostenibile e la coesione sociale⁴⁰.

Con l'entrata in vigore nel 2018 della Direttiva sulle informazioni non finanziarie 2014/95 (NFRD) le imprese con più di 500 dipendenti e un totale di bilancio di 20 milioni di euro o un fatturato netto di 40 milioni di euro sono tenute a redigere “dichiarazioni annuali” – vale a dire una informativa allegata al bilancio - sulla propria *performance* in materia di sostenibilità.

Tali dichiarazioni devono includere una descrizione del modello di gestione e organizzazione delle attività dell'impresa; delle politiche di sostenibilità adottate, dei risultati ottenuti attraverso di esse e dei principali rischi generati o subiti in relazione ai

³⁸ Ulteriori informazioni rispetto alla *mission* del Global Compact sono reperibili presso: <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc>

³⁹ OCSE, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, (2011), consultabile presso: <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf>

⁴⁰ “L'Unione si è ora prefissata un nuovo obiettivo strategico per il nuovo decennio: diventare l'economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo, in grado di realizzare una crescita economica sostenibile con nuovi e migliori posti di lavoro e una maggiore coesione sociale. Il raggiungimento di questo obiettivo richiede una strategia globale volta a: predisporre il passaggio verso un'economia e una società basate sulla conoscenza migliorando le politiche in materia di società dell'informazione e di R&S, nonché accelerando il processo di riforma strutturale ai fini della competitività e dell'innovazione e completando il mercato interno; modernizzare il modello sociale europeo, investendo nelle persone e combattendo l'esclusione sociale; - sostenere il contesto economico sano e le prospettive di crescita favorevoli applicando un'adeguata combinazione di politiche macroeconomiche.” - Consiglio Europeo, *Conclusioni della Presidenza al termine del Consiglio Europeo di Lisbona*, (2000), punto 5, consultabile presso https://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_it.htm#a

suddetti temi, derivanti dalle attività dell'impresa, dai suoi prodotti, servizi o rapporti commerciali⁴¹.

Le imprese che non adottano politiche in uno o più ambiti ambientali e sociali indicati dalla normativa devono spiegare le ragioni di tale decisione in modo chiaro e dettagliato per ciascun ambito, seguendo il principio del *comply or explain*.

Tali obblighi informativi sono stati recentemente ampliati e resi più cogenti dalla “*Corporate Sustainability Reporting Directive*”⁴².

In particolare, la Direttiva ha l’obiettivo di estendere, standardizzandoli, gli obblighi di rendicontazione non finanziaria a tutte le grandi imprese e a tutte le società quotate sui mercati regolamentati⁴³.

Inoltre, i fattori di sostenibilità sono stati trattati anche al di fuori delle dichiarazioni non finanziarie, come nel Regolamento Tassonomia (Regolamento UE 2020/852) che ha introdotto nel sistema normativo europeo la tassonomia delle attività economiche eco-compatibili, una classificazione delle attività che possono essere considerate sostenibili

⁴¹ Inoltre, per alcune società (tipicamente quelle quotate in borsa), è prevista l'elaborazione di rapporti sulla diversità. - Direttiva 2013/34/UE, Art. 20

⁴²La Direttiva 2022/2464/UE è consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32022L2464>

Il 31 luglio 2023 la Commissione UE ha adottato la prima serie di standard europei per la rendicontazione di sostenibilità (ESRS), passo significativo per la applicazione della Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità.

⁴³ In particolare, la Direttiva 2022/2464/UE prevede all’Articolo 19 bis che la rendicontazione non finanziaria debba contenere:

“a) la descrizione del modello e della strategia aziendali dell'impresa, che indichi: i) la resilienza del modello e della strategia aziendali dell'impresa ai rischi connessi alle questioni di sostenibilità; ii) le opportunità per l'impresa connesse alle questioni di sostenibilità; iii) i piani dell'impresa atti a garantire che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5°C in linea con l'accordo di Parigi; iv) il modo in cui il modello e la strategia aziendali dell'impresa tengono conto degli interessi dei suoi portatori di interessi e del suo impatto sulle questioni di sostenibilità; le modalità di attuazione della strategia dell'impresa per quanto riguarda le questioni di sostenibilità;

b) una descrizione degli obiettivi connessi alle questioni di sostenibilità definiti dall'impresa e dei progressi da essa realizzati nel conseguimento degli stessi...;

c) una descrizione del ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo per quanto riguarda le questioni di sostenibilità;

d) una descrizione delle politiche dell'impresa in relazione alle questioni di sostenibilità;

e) una descrizione..... dei principali rischi per l'impresa connessi alle questioni di sostenibilità, comprese le principali dipendenze dell'impresa e le modalità di gestione di tali rischi adottate dall'impresa...”

Il mancato rispetto di questo nuovo obbligo di diligenza nelle catene di approvvigionamento potrebbe portare a sanzioni e responsabilità per le aziende coinvolte, se non riescono a prevenire, mitigare o interrompere il rapporto con il fornitore con cui hanno una relazione commerciale stabile. – C. RICCHETTI, *Corporate Governance - Say On Climate, dall'attivismo all'obbligo: nuovi doveri degli amministratori*, (2023), Rivista dei Dottori Commercialisti, fasc.1, a p. 97

in base all'allineamento agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea e al rispetto di alcune clausole di carattere sociale⁴⁴.

In materia di retribuzione degli amministratori la Commissione europea si è espressa per la prima volta con la Raccomandazione 2004/913/CE, che caldeggia l'introduzione da parte degli Stati membri obblighi di *disclosure* delle politiche di remunerazione e la possibilità di esprimere un voto vincolante o consultivo rispetto ai piani retributivi degli amministratori (cosiddetto “*say on pay*”)⁴⁵.

Successivamente la Commissione ha pubblicato la Raccomandazione 2009/385/CE che, con lo scopo di rafforzare il collegamento tra remunerazione e risultati ottenuti, richiede che sia trovato un equilibrio tra componente fissa e variabile della remunerazione, e che l'erogazione di quest'ultima sia subordinata a criteri predeterminati e misurabili correlati ai risultati⁴⁶.

La Raccomandazione sottolinea l'importanza del perseguimento di politiche retributive orientate a promuovere la sostenibilità finanziaria nel lungo periodo delle imprese degli Stati membri implementando il principio di “*pay-for-performance*” nonché un maggiore equilibrio tra politiche di “*short and long term*”⁴⁷.

Si sottolinea, relativamente alle componenti variabili nelle politiche retributive degli amministratori, che le stesse dovrebbero essere legate a risultati che favoriscano una gestione orientata al lungo termine e parametrata a indici che ne consentano la valutazione dell'efficacia.

Tali indici devono considerare sia criteri finanziari, sia criteri non finanziari relativi al valore aggiunto nel lungo termine alla società⁴⁸.

⁴⁴ Parlamento Europeo e Consiglio Europeo; Regolamento UE 2020/852, Art. 1. co. 1
E. RIMINI in *Sostenibilità e nuova governance delle imprese azionarie nel diritto interno e comunitario tra realtà, criticità e prospettive*, op. cit., a p. 291

⁴⁵ Commissione Europea, Raccomandazione 2004/913/CE, Par. 4.

⁴⁶ M. CAMPOBASSO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, (2011), a p. 713.

⁴⁷ P. MARCHETTI, *L'ultima raccomandazione dell'Unione Europea e i Principi del Financial Stability Board in tema di Executive Compensation*, (2010), Il Risparmio, (gennaio-marzo 2010), p. 85.

⁴⁸ Il par. 3.2 della Raccomandazione 2009/385/CE sottolinea che: «*La concessione di componenti variabili della remunerazione dovrebbe essere subordinata a criteri predeterminati e misurabili concernenti i risultati. I criteri in materia di risultati devono promuovere la sostenibilità a lungo termine della società e includere criteri non finanziari che siano pertinenti per il valore aggiunto a lungo termine della società, come il rispetto delle norme e delle procedure in vigore*». - Inoltre, la Commissione consigliava di congelare una parte della remunerazione variabile e dilazionarne il pagamento per un determinato periodo di tempo. La Raccomandazione si soffermava sui compensi basati su stock option e in particolare sui

Alcune delle previsioni dalla Raccomandazioni 2004/913/CE e 2009/385/CE sono state recepite nella Direttiva 2017/828/UE (SHRD II), che promuove l'impegno a lungo termine degli azionisti, prevedendo che l'elaborazione della politica di remunerazione degli amministratori sia chiara, comprensibile e completa, sia pubblicata sul sito internet della società e sia, soprattutto, sottoposta al voto degli azionisti⁴⁹.

L'Italia ha recepito la normativa europea in materia di remunerazione degli amministratori nel TUF⁵⁰.

Alla normativa europea si ispira anche il nuovo Codice di Corporate Governance redatto da Borsa Italiana e rivolto alle società quotate.

Il T.U.F. prevede all'art. 123-ter che le imprese quotate sul mercato italiano debbano mettere a disposizione di tutti gli *stakeholder*, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea prevista dagli articoli 2364 e 2364-bis cc, una relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti agli amministratori, definendone la struttura e i contenuti⁵¹.

La relazione è divisa in due sezioni. La prima sezione, di carattere generale, contiene indicazioni sulla politica di remunerazione dei componenti dell'organo di

meccanismi di esercizio dei diritti di opzione e di acquisizione delle azioni. Si raccomandava di predisporre un periodo di maturazione non inferiore a tre anni, a conclusione del quale fosse possibile esercitare il diritto di opzione sui titoli o altresì acquisire le azioni, subordinando tale diritto al raggiungimento di determinati obiettivi. Infine, al fine di consentire eventuali correttivi successivi, la Raccomandazione consigliava di prevedere clausole di claw back, ovvero clausole che consentono di ottenere la restituzione dei compensi versati sulla base di dati che si fossero rivelati, in seguito, errati.

⁴⁹ Direttiva 2017/828/UE, art. 9

Come si evince dal Considerando 14 della Direttiva il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite.

⁵⁰Una disciplina di dettaglio in materia di compensi nelle banche quotate in borsa è contenuta nella Circolare della Banca d'Italia del 17 dicembre 2013, n. 285, intitolata «Disposizioni di vigilanza per le banche». In particolare, essa è trattata nella Parte Prima, Titolo IV, Capitolo 2, che riguarda le politiche e le prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari. Tali disposizioni attuano la normativa comunitaria in materia di retribuzione degli amministratori nelle società finanziarie disciplinata dalla Direttiva 2010/76/CE (CRD III) e successivamente con la Direttiva 2013/36/UE (CRD IV).

A differenza della normativa contenuta nel T.U.F. La normativa di dettaglio prevede disposizioni più specifiche in merito al rapporto tra componente fissa e variabile. Esso deve essere strutturato in modo che la parte variabile possa ridursi significativamente o azzerarsi, a seconda delle caratteristiche della banca e delle diverse categorie di personale, in particolare quello più rilevante. Le banche devono stabilire in anticipo la proporzione tra componente fissa e variabile, assicurando che la componente variabile non superi il 100% della remunerazione fissa, con la possibilità di aumentare questo limite fino al massimo del 200%. Per garantire l'allineamento con il rischio, inoltre, almeno il 50% della remunerazione variabile deve essere composta da strumenti finanziari (come azioni o strumenti collegati, o per le banche non quotate, strumenti che riflettano il valore economico della società).

⁵¹ T.U.F., Art.123-ter, co.1

amministrazione e di controllo, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche, ed espone le procedure adottate relative all'adozione e attuazione della stessa.

La seconda sezione illustra analiticamente gli elementi che compongono la remunerazione di ciascun amministratore, inclusi i trattamenti di fine rapporto, precisando le componenti riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti ma retribuite nell'esercizio di riferimento, e altresì le attività svolte nell'esercizio ma che saranno remunerate in esercizi successivi⁵².

Il legislatore stabilisce, inoltre, all'art. 123 *ter*, co. 3 *bis*, TUF, che la politica retributiva degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche debba contribuire alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società specificando il modo in cui si intende raggiungere l'obiettivo.

Il riferimento alla sostenibilità, in particolare, non solo esclude un'azione orientata a breve termine volta a soddisfare le immediate richieste di una ristretta cerchia di soggetti, ma impone anche di dare rilevanza concreta alle esigenze ambientali e sociali⁵³.

Si prevede la possibilità per l'assemblea di esprimere un voto vincolante e preventivo sulla prima sezione della relazione sulla remunerazione e nel caso in cui il voto abbia esito negativo, il consiglio è tenuto a presentare una nuova proposta sulle politiche retributive nell'assemblea successiva.

È poi previsto che l'assemblea possa esprimere un voto consultivo rispetto alla seconda sezione della relazione che, sebbene non abbia effetti vincolanti, è soggetto a determinati obblighi pubblicitari e quindi esercita una *moral suasion* sugli amministratori⁵⁴.

⁵² Come sostiene I. CAPELLI in *Le Remunerazioni*, (2020), contenuto nel volume Testo Unico Finanziario Vol. 2 di M. Cera – G. Presti, Zannichelli, a p. 1899 l'approccio del legislatore ai complessi problemi relativi alle remunerazioni dei membri degli organi delle società quotate si basa principalmente sulla creazione di un canale informativo affidabile per azionisti e pubblico. Questo è garantito da norme dettagliate che non solo specificano quali informazioni devono essere pubblicate, ma determinano anche in modo molto preciso le modalità e la struttura di queste informazioni. L'obiettivo è mettere in evidenza la coerenza (o la mancanza di essa) delle politiche di remunerazione, come enunciate a livello teorico, con le loro effettive conseguenze in termini di compensi reali, sia in forma aggregata che nominativa.

⁵³ *Ibid.*, a p. 1902

⁵⁴ A questo proposito, studi empirici hanno evidenziato l'influenza della struttura proprietaria della società sull'esito delle delibere. L'effetto reputazionale di una delibera sfavorevole può manifestarsi o meno a seconda delle condizioni specifiche della società. Pertanto, nel contesto italiano, il meccanismo del "say on pay" potrebbe non avere l'effetto segnaletico desiderato per il pubblico degli investitori quando esiste una significativa presenza di azionisti di controllo. Affinché questo meccanismo sia efficace, deve poter contare sull'iniziativa di minoranze consapevoli, in particolare degli investitori istituzionali. - M. BELCREDI, S. BOZZI, CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, (2015), Quaderno della Consob n.81

Non a caso è previsto che la Relazione debba indicare in che modo siano state tenute in considerazione le indicazioni dei soci.

La norma ha lo scopo di garantire che la determinazione dei compensi dell'organo di amministrazione e del *top management* sia equilibrata e adottata in maniera trasparente⁵⁵.

A contenere raccomandazioni più specifiche rispetto alla previsione di obiettivi di sostenibilità nelle politiche retributive degli amministratori e del *top management* è il Codice di Corporate Governance italiano.

Il Codice è stato redatto da un Comitato per la Corporate Governance composto da associazioni di impresa, Assogestioni e dalla Borsa Italiana ed è stato emanato per la prima volta nel 1999⁵⁶.

Esso costituisce una fonte secondaria e l'applicazione delle norme in esso contenute ha carattere volontario.

Le società che aderiscono alla sua applicazione sono tenute all'obbligo di "*comply or explain*" rispetto all'applicazione delle disposizioni in esso contenute.

In particolare, il Codice italiano di Corporate Governance, introduce il concetto di "successo sostenibile"⁵⁷, inteso come creazione di valore nel lungo termine a beneficio dei soci, tenendo in considerazione gli interessi degli altri portatori di interessi rilevanti per la società, quale fine ultimo a cui deve ambire la gestione d'impresa⁵⁸.

⁵⁵ Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Commentario Breve al Testo Unico della Finanza*, (2020), Cedam, Collana Breviaria Iuris.

Osserva I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, op. cit., reperibile presso: http://images.rivistaodc.eu/f/articoli/157_articolo_h4vp2_ORIZZONTI.pdf, che "negli ultimi anni si registra una crescente attenzione verso le politiche di remunerazione che, insieme ai compensi individuali del personale più rilevante, sono oggetto di specifici e dettagliati obblighi di trasparenza. In virtù di queste regole, il tema dei compensi non appartiene più, come in passato, all'ambito delle notizie riservate, né può essere fatto oggetto di un atteggiamento riferibile al celebre motto *never explain, never apologize*; al contrario, l'art. 123-ter t.u.f. consegna agli azionisti e al mercato dettagliati strumenti per il monitoraggio delle politiche di remunerazione e della relativa attuazione".

⁵⁶ Maggiori informazioni rispetto alla composizione del Comitato per la Corporate Governance sono reperibili presso: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/comitato/comitato.htm>

⁵⁷ Anche altri paesi europei hanno introdotto norme volte ad incentivare le imprese a perseguire il "successo sostenibile" attraverso strumenti di *soft* ed *hard law*. In Francia il *loi pacte* (legge n. 2019-486 del 22 maggio 2019), ha modificato l'art. 1833 del Codice civile francese richiedendo di "prendere in considerazione", nel perseguimento dell'interesse dell'impresa, le implicazioni sociali e ambientali dell'attività. In Belgio, il *Code des sociétés et des associations* (2019) prevede, all'art. 1:1, che la creazione di profitto per i soci sia solo "uno degli scopi" della società. In Inghilterra già dal 2006, la *Section 172* del *Companies Act* prevede l'obbligo, per gli amministratori, di promuovere il successo dell'impresa "avendo riguardo" alle posizioni e alle aspettative (sintetizzando) degli *stakeholders*. - G. BALLERINI; *Profili ESG e politiche di remunerazione*, (2023), *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 6, p. 1465

⁵⁸ Secondo il Codice, le imprese di grandi dimensioni non dovrebbero parametrare il proprio operato unicamente sulla soddisfazione degli interessi degli azionisti, ma dovrebbero considerare adeguatamente

Il Codice integra l'obiettivo di successo sostenibile sia rispetto alle politiche retributive, che al sistema interno di controllo e monitoraggio, rendendolo un principio immanente all'intera auto-disciplina⁵⁹.

Il principio XV (art. 5) attribuisce al successo sostenibile il ruolo di cardine su cui incentrare interamente le politiche retributive degli amministratori predisposte dal *board*⁶⁰.

Il Codice inoltre attribuisce un ruolo rilevante all'implementazione nei piani di retribuzione degli amministratori di obiettivi di performance misurabili e legati alla promozione del successo sostenibile della società⁶¹.

Nelle raccomandazioni n. 26 e 27, infatti, il Codice prevede che la remunerazione variabile, sia legata ad obiettivi di *performance* di lungo termine coerenti con l'interesse sociale alla promozione del successo sostenibile, e sia sottoposte a clausole di *claw-back* che consentano alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versati (o di trattenere somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati in seguito rivelatisi manifestamente errati⁶².

gli interessi di altri stakeholders, dalla cui soddisfazione dipende la buona reputazione e il successo di lungo periodo della società.

In tale maniera sarebbe possibile irrobustire le prospettive di continuità della società, attraverso strategie che creino valore nel tempo e bilancino le esigenze di profitto con più diffusi bisogni ambientali e sociali. P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, (2020), Rivista delle società, Vol.1, a p. 272.

⁵⁹ Ai sensi dei principi I e II (art. 1), perseguire il successo sostenibile per la società è il compito principale dell'organismo amministrativo, che deve definire strategie coerenti con tale obiettivo. La verifica della coerenza delle strategie di impresa con lo "sviluppo sostenibile" è affidata al comitato controllo e rischi, Il Codice ne ha arricchito notevolmente i compiti prevedendo che "esso debba valutare l'idoneità dell'informazione periodica, finanziaria e non finanziaria, a rappresentare correttamente il modello di business, le strategie della società, l'impatto della sua attività e le performance conseguite, coordinandosi con l'eventuale comitato sostenibilità; b) esaminare il contenuto dell'informazione periodica a carattere non finanziario rilevante ai fini del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi"- Assonime, Doveri degli amministratori e sostenibilità, (2021), n.6, a p.53.

U. TOMBARI, L. ALESSANDRO, *IL "nuovo" Codice di Corporate Governance delle società quotate: prime riflessioni*, (2020), in *IlSocietario.it*, disponibile al link: <http://ilsocietario.it/articoli/focus/il-nuovo-codice-di-corporate-governance-delle-societ-quotate-prime-riflessioni>

⁶⁰ La precedente formulazione del codice conteneva un dettato simile nell' articolo 6, che tuttavia faceva riferimento alla remunerazione in generale - in I. CAPELLI, *Le remunerazioni*, in M. CERA, G. PRESTI (diretta da), *Il testo unico finanziario*, (2020), Zannichelli, pp.1896 ss.

⁶¹ M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. Comm.*, (2021), a p.416

⁶² CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE, *Raccomandazione n. 27, lettere b; c; e.*

3.2. *I riflessi reputazionali degli incentivi retributivi del management legati ad obiettivi di sostenibili*

Rispettare le diverse norme e *best practices* nazionali ed internazionali volte alla promozione della sostenibilità di impresa oltre a garantire l'operatività legale delle società che adottano strategie di crescita sostenibili costituisce uno strumento utile per ottenere una “buona pubblicità”, attrarre risorse e consumatori sensibili al loro impatto sociale e ambientale⁶³.

Avere una buona reputazione rappresenta un elemento essenziale per il successo di un'impresa e si stima che da essa dipenda quasi un terzo del suo valore di mercato⁶⁴.

Poiché la reputazione di un'azienda dipende in larga misura dalla percezione positiva dei suoi comportamenti da parte degli *stakeholders*, le scelte imprenditoriali che producano esternalità negative a detrimento del benessere di quest'ultimi non possono, in un periodo medio-lungo, che riverberare negativamente sul valore dell'azienda.

Numerosi studi sostengono che i consumatori ora richiedono alle imprese il rispetto di elevati standard ESG e qualità dell'occupazione⁶⁵.

Secondo tali studi adottare strategie sostenibili genera “capitale morale”, un'immobilizzazione immateriale per le imprese comparabile agli investimenti in ricerca e sviluppo e pubblicità, in quanto è cresciuto nel corso del tempo il peso attribuito dai

⁶³ P. BANSAL E K. ROTH, *Why Companies Go Green: A Model of Ecological Responsiveness*, (2000), The Academy of Management Journal, Vol. 43, No. 4 (Aug. 2000), p. 720

⁶⁴DELOITTE, *Global survey on reputation risk*, (2014), a p. 1, consultabile presso:<
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Governance-RiskCompliance/gx_grc_Reputation@Risk%20survey%20report_FINAL.pdf>

⁶⁵ P. C. GODFREY in *The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: a risk management perspective*, (2005), The Academy of Management Review, 30(4), 777–798 argomenta che l'impegno aziendale per la sostenibilità può generare capitale morale positivo tra le comunità e gli stakeholder che incrementa la buona reputazione dell'impresa e riduce la possibilità di un allontanamento dei consumatori in un periodo di crisi.

Della stessa opinione J. EISENKOPF, S. JURANEK, U. WALZ in *Responsible Investment and Stock Market Shocks: Short-Term Insurance without Persistence*, (2022), British Journal of Management, dove hanno analizzato l'effetto differenziale dello shock COVID-19 sui prezzi delle azioni di società con diversi livelli di punteggi ESG (ambientali, sociali e di governance). I risultati della loro analisi empirica mostrano che subito dopo l'inizio dello shock, le società con un punteggio ESG più elevato hanno sovraperformato le loro omologhe.

A simili conclusioni giunge anche T. KANAMURA in *Risk Mitigation and Return Resilience for High Yield Bond ETFs with ESG Components*, (2020), Finance Research Letters 41 analizzando gli effetti delle componenti ESG sui prodotti finanziari utilizzando gli Exchange Traded Fund (ETF) obbligazionari ad alto rendimento.

consumatori alla tutela dell'ambiente e dei propri lavoratori, e l'adozione di sane politiche di governance da parte delle imprese ⁶⁶.

Tali asserzioni sembrano essere confermate da una recente indagine di mercato sulle abitudini dei consumatori condotta da *Nielsen Media Research* da cui emerge che quasi la metà delle persone intervistate ha dichiarato di essere incline a cambiare le proprie abitudini per ridurre l'impatto ambientale⁶⁷.

Due terzi dei consumatori hanno inoltre dichiarato che spenderebbero di più per un prodotto se provenisse da un marchio sostenibile⁶⁸.

Tendenza che sembra destinata ad aumentare progressivamente nel tempo⁶⁹.

L'importanza attribuita alla sostenibilità di impresa da parte dei consumatori si riflette anche nella sua capacità di attrarre forza lavoro.

Le nuove generazioni ricercano lavoro attribuendo un peso rilevante ai valori dell'azienda e all'impatto dei suoi processi produttivi sulla società.

Ne consegue che le imprese che si preoccupano maggiormente del proprio impatto sociale ed ambientale sono maggiormente in grado di attrarre e trattenere quei talenti, e probabilmente godono di una maggiore produttività sul posto di lavoro⁷⁰.

Di contro le imprese che hanno una reputazione peggiore in termini di sostenibilità avranno un maggior *turnover* dei dipendenti con alti costi di ricerca del personale e di formazione di leve sostitutive.

⁶⁶ Fornisce ulteriori evidenze empiriche sul punto l'analisi di C. ECONOMIDOU, D. GOUNOPOULOS, D. KONSTANTIOS, e E. TSIRITAKIS in *Is sustainability rating material to the market?* (2023), *Financial Management*, 52, pp. 127 e ss.. Attraverso l'analisi dei dati provenienti da un campione di 1856 offerte pubbliche iniziali (IPO) da parte di società statunitensi per il periodo 2007-2018 gli autori concludono che le società per le quali sono disponibili informazioni positive sulla performance ESG prima di quotarsi in borsa mostrano sottoprezzi più elevati a causa di una risposta positiva del mercato.

⁶⁷ NIELSEN, *The sustainability imperative: new insight on consumer expectations*, (2015), consultabile presso:
https://www.nielsen.com/wpcontent/uploads/sites/3/2019/04/Global20Sustainability20Report_October202015.pdf

⁶⁸ Ibid.

⁶⁹ Ibid.- La ricerca mostra anche che la coscienza sociale dei consumatori è aumentata progressivamente nel corso delle generazioni.

⁷⁰ D.W. GREENING, D.B. TURBAN, *Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce*, (2000), *Business and Society*, a p 254 e ss.. Gli autori hanno condotto un esperimento in cui hanno manipolato la performance sociale delle imprese e hanno scoperto che i potenziali candidati hanno maggiori probabilità di perseguire lavori da società socialmente responsabili rispetto a quelle con una scarsa reputazione di prestazioni sociali.

Oltre al valore reputazionale, le imprese meno sostenibili vedono aumentare il rischio di contenziosi promossi da associazioni ambientaliste. Uno dei più famosi esempi di questa tendenza è l'azione legale intentata da Friends of the Earth contro Shell plc che si è conclusa con una sentenza del Tribunale dell'Aia che ha ordinato a Shell di ridurre le sue emissioni globali di carbonio del 45% entro la fine del 2030 rispetto ai livelli del 2019⁷¹.

Tirando le somme in questo contesto incentivare il *management* a implementare strategie sostenibili è coerente con l'interesse principale degli azionisti, ovvero la creazione di valore economico di lungo periodo⁷².

3.3. Sviluppo sostenibile come mezzo per attirare investimenti

L'adozione di strategie di crescita sostenibili e orientate alla crescita di lungo termine incide anche sull'attrattività dell'impresa sul mercato dei capitali e sul suo stesso merito creditizio⁷³.

⁷¹ Corte dell'Aia, C/09/571932 / HA ZA 19-379,26-05-2021

Descrive più approfonditamente il fenomeno M. B. TAYLOR, *Litigating Sustainability—Towards a Taxonomy of Counter Corporate Litigation*, (2020) University of Oslo Faculty of Law Research Paper 8, che analizzando i database di controversie legate alla sostenibilità individua quattro macrocategorie - violazione della biosfera, tossicità eco-umana, sfruttamento delle risorse umane e pratiche di *corporate lawfare*. La sostanza di questi casi riflette i tentativi di far rispettare gli standard legali di sostenibilità alle imprese o, nel caso del *corporate lawfare*, di sfidare i tentativi di responsabilizzazione delle imprese per il loro impatto sulle persone e sul pianeta.

Un'analisi delle tendenze principali in materia di azioni legali in materia di sostenibilità contro le imprese è fornita anche da THE GRANTHAM RESEARCH INSTITUTE ON CLIMATE CHANGE AND THE ENVIRONMENT, *Global Trends in Climate Change Legislation and Litigation*, (2017), reperibile presso: www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/wp-content/uploads/2017/

⁷² M. PORTER and M. KRAMER, *Creating Shared Value: How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth*, (2011), Harvard Business Review 3, a p. 6

⁷³ S. A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, (2022), Analisi Giuridica dell'Economia, Fascicolo 1, 2022, a p.66

In questo senso anche E. RIMINI in *Sostenibilità e nuova governance delle imprese azionarie nel diritto interno e comunitario tra realtà, criticità e prospettive*, op. cit., a p. 288 che evidenzia come l'impegno per la sostenibilità di alcune società non sia dettato da motivi etici ma sia utilizzato come mezzo per svolgere attività imprenditoriali accettabili dagli stakeholders e attrarre investitori sensibili a tematiche sostenibili, in una prospettiva egoistica e promozionale.

Nell'ultimo decennio, a livello globale, la maggior parte delle partecipazioni in società quotate è detenuta da investitori istituzionali. Investitori che sono sempre più interessati all'impegno per la sostenibilità delle imprese in cui investono⁷⁴.

Seppur con alcune differenze tra i diversi investitori istituzionali (*hedge funds*, fondi aperti, chiusi e fondi pensione) è possibile analizzare il minimo comune denominatore nella spinta ad investire in imprese socialmente e ambientalmente sostenibili⁷⁵.

Una delle principali ragioni che spinge gli investitori istituzionali a investire in imprese sostenibili è la volontà di ridurre i rischi connessi al fallimento del mercato.

Già nel 2015 Mark Carney, governatore della Banca d'Inghilterra, sottolineava la necessità per il settore finanziario di valutare che il cambiamento climatico pone al sistema finanziario, invitando gli investitori a prediligere gli investimenti in imprese che adottassero un *business model* socialmente e ambientalmente sostenibile⁷⁶.

Le raccomandazioni della Task Force sulla divulgazione finanziaria relativa al clima del Financial Stability Board hanno contribuito molto a sensibilizzare gli investitori su rischi ed opportunità legati al clima⁷⁷.

Il rapporto della Task Force divide i rischi legati al clima in due grandi categorie: i *transition risks*, cioè rischi legati alla transizione verso un'economia a basso contenuto di carbonio e *physical risks*, cioè legati agli impatti "materiali", vale a dire sugli impianti produttivi o sulla *supply chain*, e conseguenti ad eventi climatici estremi.

⁷⁴ J. CULLEN, J. MÄHÖNEN, *Taming Unsustainable Finance. The Perils of Modern Risk Management*, in Beate Sjøfjell/Christopher M. Bruner (eds.), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge (2019), a p. 103.

⁷⁵ A. CHILOIRO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, (2022), *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1, 2022, a p. 276

⁷⁶ M. CARNEY, *Breaking the Tragedy of the Horizon - climate change and financial stability*, (2015), consultabile presso: <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>

Similmente U. TOMBARI in "lo "scopo di società": significati e problemi di una categoria giuridica", (2023), *Riv. Soc.*, fascicolo 2-3, a p. 338 ribadisce che: "il pianeta è visibilmente in pericolo e la sostenibilità ambientale e quella economico-sociale (in realtà due facce della stessa medaglia) devono essere poste al centro di un nuovo "contratto sociale" che ricomprenda anche le corporations. D'altra parte, il cambiamento climatico rappresenta uno dei maggiori rischi finanziari per le società quotate che coprono i due/terzi della capitalizzazione mondiale." "E' difficilmente contestabile (per non dire che è sostanzialmente pacifico) che la stessa finalità lucrativa potrà essere assicurata nel futuro solo se saranno incorporati e considerati i profili di sostenibilità dell'impresa e dei suoi impatti esterni. Il capitalismo prossimo venturo dovrà essere necessariamente un capitalismo "sostenibile".

⁷⁷ TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES, *Final Report: Recommendations of the Task Force on Climate-Related Financial Disclosures*, (2017), disponibile presso www.fsb-tcfd.org/publications/final-recommendations-report

Nella categoria dei *transition risks* rientrano tutti i rischi finanziari e reputazionali che incombono sull'impresa nella riorganizzazione del *model business* necessaria per affrontare il cambiamento climatico, ivi compreso il rischio “tecnologico” legato alla sostituzione di impianti obsoleti con nuove tecnologie.

L'eco raccomandazioni della Task Force è rintracciabile nel Regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Regolamento (UE) 2019/2088), e negli Orientamenti dell'Autorità Bancaria Europea (EBA) in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti⁷⁸.

Il Regolamento sull'informativa sulla sostenibilità nel settore finanziario mira a rendere il profilo di sostenibilità dei fondi più comprensibile e comparabile per gli investitori, classificando i prodotti di investimento in categorie specifiche e stabilendo criteri quantitativi per valutare gli impatti ambientali, sociali e di governance (i fattori ESG) del processo di investimento di ogni fondo⁷⁹.

Gli Orientamenti dell'EBA enfatizzano l'importanza per le banche di incorporare i fattori ESG e i rischi ad essi associati nelle proprie politiche relative alla erogazione del credito.

Pertanto, nella determinazione del merito creditizio dei propri clienti le informazioni di natura patrimoniale, economica e finanziaria dovranno essere integrate da una valutazione dei rischi associati ai fattori ESG⁸⁰.

A tal fine l'Autorità suggerisce - al fine di identificare i clienti che sono esposti, direttamente o indirettamente, a maggiori rischi associati ai fattori ESG - di utilizzare delle “*heat maps*” per evidenziare i rischi climatici e ambientali dei vari sottosettori

⁷⁸ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, ABE/GL/2020/06, (2020)

⁷⁹ M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, (2022), Rivista delle Società, pag. 717

⁸⁰ IBID. a Par 4.3.5: “*Gli enti dovrebbero incorporare i fattori ESG e i rischi ad essi associati nella loro propensione al rischio di credito, nelle politiche di gestione dei rischi e nelle politiche e procedure relative al rischio di credito, adottando un approccio olistico. 57. Gli enti dovrebbero tenere conto dei rischi associati ai fattori ESG per le condizioni finanziarie dei mutuatari, e in particolare del potenziale impatto dei fattori ambientali e del cambiamento climatico, nella loro propensione al rischio di credito e nelle politiche e procedure ad esso relative. I rischi del cambiamento climatico per le performance finanziarie dei clienti possono materializzarsi principalmente sotto forma di rischi fisici, come quelli che derivano dagli effetti tangibili del cambiamento climatico, compresi i rischi di responsabilità civile per aver contribuito al cambiamento climatico stesso, o i rischi di transizione, ad esempio quelli che derivano dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resistente ai cambiamenti climatici. Inoltre, possono verificarsi altri rischi, quali cambiamenti delle preferenze del mercato e dei consumatori e rischi legali, che potrebbero influire sull'andamento delle attività sottostanti.*”

economici, specificando la necessità di un'analisi approfondita del modello di *business* del cliente per i prestiti a clienti con un rischio ESG elevato⁸¹.

Si può quindi affermare che la sostenibilità dell'impresa, rappresenta oggi uno dei fattori che gli operatori, soprattutto finanziari, sono tenuti a considerare nelle attività di *risk assesment e risk management*^{82 83}.

Inoltre, l'attenzione ai profili della sostenibilità *da un lato*, come si è più volte ricordato, influenza positivamente la redditività a lungo termine dell'impresa, *da un altro lato* contribuisce a ridurre le asimmetrie informative⁸⁴.

Non desta sorpresa, allora, sia che le imprese che adottano strategie sostenibili abbiano un valore dell'attività immateriale più elevato e minori costi di etero-finanziamento⁸⁵; sia che moltissimi investitori incorporino le questioni ESG nell'analisi degli investimenti e nei relativi processi decisionali⁸⁶.

⁸¹ IBID., a Par. 5.2.5, comma 127: “Al fine di identificare i clienti che sono esposti, direttamente o indirettamente, a maggiori rischi associati ai fattori ESG, gli enti dovrebbero valutare la possibilità di utilizzare *heat maps* che evidenzino, ad esempio, i rischi climatici e ambientali dei singoli (sotto-) settori economici in un grafico o su un sistema di misura. Per i prestiti o i clienti associati a un rischio ESG più elevato, è necessaria un'analisi più approfondita del modello di business effettivo del cliente, compresa una revisione delle emissioni di gas a effetto serra attuali e previste, del contesto di mercato, dei requisiti di vigilanza ESG per le società in esame e del probabile impatto della regolamentazione ESG sulla posizione finanziaria del cliente.”

⁸² S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, (2021), op.cit., a p. 111

⁸³ È di particolare interesse la posizione di Black Rock, società di gestione patrimoniale, che gestisce un patrimonio globale di circa sei mila miliardi di dollari, sulla sostenibilità ambientale. Nel 2018, in Italia Black Rock deteneva circa il 5% di importanti società come Intesa Sanpaolo, Unicredit, Mediobanca e UBI. Nel 2020, Black Rock ha identificato 244 società che stavano facendo progressi insufficienti nell'integrare i rischi climatici nei rispettivi modelli di business e nelle informative. Di conseguenza, la società di asset management presieduta da Larry Fink ha votato contro 53 società nelle assemblee, mentre per le restanti 191 ha notificato lo stato di sorveglianza e il rischio di un'attività di voto nei confronti del management nel 2021, qualora non compiano progressi sostanziali. Tra le 53 società bocciate sul clima figurano nomi noti come Exxon, Chevron, Lufthansa e Daimler. In particolare, per quanto riguarda il colosso petrolifero americano Exxon, Black Rock ha richiesto un maggiore allineamento alle raccomandazioni della task force creata dal Financial Stability Board (TCFD) e ai criteri di rendicontazione SASB. – V. D'ANGERIO, *Clima, Black Rock compila la lista nera: bocciate 244 società*, (2020), in *Il Sole-24 Ore*, reperibile presso [Clima, BlackRock compila la lista nera delle società e boccia 244 colossi - Il Sole 24 ORE](#)

⁸⁴ V. H. HO, *Enlightened shareholder value: Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide*, (2010), *J. Corp. L.*, Vol. 36, a p. 80.

⁸⁵ DHALIWAL, O. Z.LI, A. TSANG, Y. G. YANG, *Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency*, (2014), *Journal of accounting and public policy*, Vol 33 no.4, a p. 346

⁸⁶ Il framework di principi di investimento responsabile più diffuso è stato redatto dal PRI un network di investitori con il patrocinio delle Nazioni Unite che promuove gli investimenti sostenibili ed è costituito da sei principi: “1. Incorporare le questioni ESG nell'analisi degli investimenti e nei processi decisionali. 2. essere proprietari attivi e incorporare le questioni ESG nelle politiche e pratiche adottate.3. Cercare una divulgazione appropriata sulle questioni ESG da parte delle entità in cui si investe.4. Promuovere

Gli investitori sono tenuti ad effettuare uno *screening* delle opportunità di investimento al fine della costruzione di un portafoglio sostenibile⁸⁷.

Lo *screening* può essere effettuato in tre modi diversi. Il “*negative screening*” serve ad escludere i “peggiori”, emittenti o imprese con *benchmark* estremamente negativi in termini di *performance* ESG rispetto al settore in cui operano, o anche attività economiche oggi ritenute “moralmente insostenibili”, quali ad esempio il nucleare, carburanti fossili etc.⁸⁸.

Lo *screening* “normativo” misura il grado di *compliance* di emittenti ed imprese alla normativa e alla prassi in materia ESG.

Il “*positive screening*”, infine, consiste nel censire – al fine delle politiche sugli investimenti – le imprese e settori *leader* nella transizione verso un *model business* centrato sul pieno recepimento dei principi ESG, insomma i “*best in class*”.

Peraltro, tale attività di *screening* è oggi facilitata dalla nascita di numerosi *ESG scores* elaborati da organizzazioni non governative⁸⁹ e di indici azionari composti esclusivamente da aziende che rispettano determinati parametri di sostenibilità⁹⁰.

l'accettazione e l'attuazione di investimenti responsabili.5. Lavorare insieme per migliorare l'efficacia nell'attuazione degli investimenti responsabili.6. relazionare sulle attività volte e sui progressi fatti.” ulteriori informazioni sono disponibili presso: unpri.org

⁸⁷ T. BELSOM/C. WEARMOUTH, *Screening*, UNPRI, disponibile presso: unpri.org.

⁸⁸ Ad esempio, alcol, tabacco, gioco d’azzardo, intrattenimento per adulti, armi militari, combustibili fossili, energia nucleare. Questo esercizio escludente è a volte soggetto a critiche, perché in alcuni casi corre il rischio di lasciare da parte le società conformi agli ESG (cioè società che, nonostante operino in questi settori, in altri parametri ottengono un punteggio elevato in termini di ESG) o conglomerati che operano prevalentemente in settori *mainstream* e solo in modo residuale in aree sensibili. – B. SPIESSHOFER, *Responsible Enterprise. The Emergence of a Global Economic Order*, München (2018), 288–289

⁸⁹ Tra le organizzazioni più note si possono annoverare:

- ISS (o Institutional Shareholder Services), uno dei più grandi servizi di consulenza per investitori istituzionali al mondo; hanno una varietà di sistemi di punteggio, tra cui punteggi specifici per problemi (come il “Carbon Risk Rating” o il “Water Risk Rating”) e misure specifiche per categoria (come il “Governance Score”), oltre a un “Corporate Rating” generale.
- CDP (il Carbon Disclosure Project) è un’organizzazione non governativa che pubblica valutazioni ESG, in particolare su fattori ambientali. CDP è noto per il suo livello di rigore nel condurre ricerche primarie direttamente con gli emittenti, invece di fare affidamento sulle divulgazioni volontarie di un’organizzazione.
- MSCI, Sustainalytics e S&P TruCost sono esempi di entità di servizi finanziari che misurano e presentano valutazioni ESG per il consumo pubblico.

Maggiori informazioni al riguardo sono reperibili presso: [ESG Score - Definition, Process, Implications & Purpose \(corporatefinanceinstitute.com\)](https://www.esginstitute.com)

⁹⁰ G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022, a p.355

Sono infatti sempre più diffusi *index fund* legati a criteri che considerano non soltanto le *performance* finanziarie delle società ma anche la loro *performance* sociale ed ambientale, come ad esempio il *Gender Diversity Index ETF* di *StateStreet* che considera quale parametro il livello di *gender diversity* nel consiglio di amministrazione e tra i vertici aziendali⁹¹.

Altri indici prevedono l'esclusione delle società che non rispettano i principi di sostenibilità del *UN Global Compact* o altri *standard* internazionalmente riconosciuti di sostenibilità⁹².

Tra gli indici più popolari in tal senso si possono citare i *Dow Jones Sustainability Indices* (DJSI) ed il *CDP ranking*⁹³.

Il quadro delineato ha portato nella prassi ad affermarsi l'adozione, da parte degli investitori istituzionali, di *stewardship* e *proxy voting guidelines* che forniscono alle società in cui gli investitori hanno partecipazioni una preventiva indicazione delle proprie politiche di voto rispetto alle politiche di retribuzione⁹⁴.

Più precisamente, i maggiori investitori istituzionali internazionali impiegano principi di *stewardship* globali insieme a *proxy voting guidelines* sulla base delle caratteristiche dei *framework* regolatori nazionali⁹⁵.

Queste *guidelines* sono sempre più utilizzate non solo per assolvere agli obblighi di trasparenza imposti dalla legge nei confronti dei clienti, ma anche quale strumento per comunicare alle società partecipate gli assetti organizzativi e le strategie che si prediligono in materia di sostenibilità⁹⁶.

Infatti, pur focalizzandosi ancora prevalentemente sui profili di *corporate governance*, è possibile osservare una tendenza crescente da parte degli investitori istituzionali

⁹¹Più informazioni rispetto all'indice sono reperibili presso: <https://www.ssga.com/us/en/intermediary/etfs/funds/spdr-msci-usa-gender-diversity-etf-she>

⁹² G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022), *op. cit.*, a p.352

⁹³ Informazioni più approfondite rispetto ai *Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)* sono reperibili presso: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/dow-jones-sustainability-world-index/#overview>
Informazioni più approfondite rispetto al *CDP ranking* sono reperibili presso: <https://www.cdp.net/en/companies/companies-scores>

⁹⁴ G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022), *op.cit.*, a p.345

⁹⁵ *Ibid.*, a p.346

⁹⁶ J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, (2021), Law Working Paper N° 566/2021 a p. 20, reperibile presso: [https://www.ecgi.global/sites/default/files/Systematic%20Stewardship%20\(2021\).pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/Systematic%20Stewardship%20(2021).pdf)

nell'attribuire rilievo, all'interno delle proprie *voting guidelines*, alle tematiche ambientali e sociali, con l'obiettivo di gestire e contenere al meglio i rischi sistematici del proprio portafoglio⁹⁷.

Per esempio, i *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles* adottati da Legal&General, il principale *asset manager* britannico, riporta le aspettative dell'investitore sulle condizioni ritenute essenziali per una efficiente *governance* dell'impresa e per la costruzione di un *business model* sostenibile⁹⁸.

In questo contesto le politiche retribuzione costituiscono un importante strumento per attirare e trattenere investimenti all'interno dell'impresa.

Numerose società cercano di adottare modelli di *corporate governance* che possano soddisfare le aspettative degli investitori istituzionali e dei gestori finanziari, coinvolgendoli talvolta nelle fasi di redazione dei piani di incentivazione degli amministratori (in special modo rispetto alla definizione degli obiettivi relativi alla sostenibilità e alla *corporate social responsibility*)⁹⁹.

Le politiche di investimento dei grandi investitori divengono, così, non solo un ulteriore motore per l'impegno sociale delle imprese, ma contribuiscono – in sede assembleare - al *monitoring* sulla corretta e socialmente responsabile conduzione dell'impresa da parte dell'organo gestorio.

In conclusione, un possibile punto di sintesi tra la dimensione esterna e interna del mercato, che vede da un lato la tutela degli *shareholders* e dall'altro la protezione degli interessi di alcuni *stakeholders*, è costituito dal ruolo che gli investitori istituzionali attribuiscono alle strategie di impresa socialmente e ambientalmente responsabili¹⁰⁰.

⁹⁷ G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022), op. cit., a p.345

⁹⁸ LEGAL & GENERAL INVESTMENT MANAGEMENT, *Global Corporate Governance and Responsible investment Principles*, (2021), disponibili presso: https://www.lgim.com/landg-assets/lgim/_document-library/capabilities/lgim-global-corporate-governance-and-responsible-investment-principles.pdf

⁹⁹ M. BELCREDI, S. BOZZI, CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay* (2015), Quaderno della CONSOB n.81

¹⁰⁰ A. CHILOIRO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, (2022), op. cit., p. 276

4. *La prassi adottata nelle principali società italiane*

Per i motivi elencati nei paragrafi precedenti la quasi totalità delle imprese quotate sulla Borsa di Milano adottano politiche di remunerazione prevede un pacchetto retributivo misto per gli amministratori esecutivi.

L'esistenza di una componente variabile è comunicata dall'87% delle società e appare strettamente correlata alla loro dimensione (tutte le società del FTSE MIB contro il 79% di quelle Small Cap) ¹⁰¹.

Il 95% delle società quotate italiane prevede un piano MBO (*Management by Objectives*) che lega una componente della retribuzione variabile al raggiungimento di obiettivi annuali concordati.

Nel 81% dei casi tali società prevedono anche un piano LTI (*long term incentives*) che lega una componente della retribuzione al raggiungimento di obiettivi pluriennali.

Tali piani retributivi di lungo periodo sono di natura monetaria nel 46% delle società quotate italiane, il 54% prevede un piano di *performance shares*, 16% prevede un piano di *stock options*, il 5% ricompensa il raggiungimento di obiettivi di lungo periodo da parte degli esecutivi con *phantom shares*.

In generale le società di grandi dimensioni, a concentrazione minore e a controllo pubblico adottano in maniera prevalente piani di *stock grant* (79%) mentre società più piccole, con una concentrazione maggiore dell'azionariato e a proprietà familiare prediligono piani monetari (62%), i piani di *stock option* invece risultano attualmente poco utilizzati (18%).

In circa il 90% dei casi la componente variabile di breve e di lungo periodo della retribuzione è legata non solo ad obiettivi di performance di natura contabile ma anche and obiettivi di performance sostenibili¹⁰².

¹⁰¹ Delle restanti 27 società che non prevedono una remunerazione variabile per gli amministratori esecutivi, la maggior parte (74%) è costituita da società con un modello di proprietà concentrata, alcune delle quali hanno un amministratore delegato che è anche un azionista significativo della società. In quest'ultimo caso, alcune società giustificano esplicitamente la loro decisione con il fatto che l'Amministratore Delegato e/o gli altri dirigenti, essendo i principali azionisti, non hanno bisogno di uno specifico piano di incentivazione. - M. BELCREDI, S. BOZZI, *Rapporto Fin-Gov sulla Corporate Governance in Italia*, (2023), a p. 45 e ss.

¹⁰²Ibid.

Gli obiettivi ESG si confermano essere il secondo *cluster* per frequenza di utilizzo, dopo gli obiettivi economico-finanziari (tipicamente facenti riferimento a grandezze contabili o di budget), presenti nel 97% dei casi, e prima degli obiettivi di business (ad esempio quote di mercato, sviluppo di nuovi prodotti etc.), cui è fatto ricorso nel 49% dei casi.

4.1. Gli obiettivi ESG nei piani retributivi degli esecutivi

La componente variabile di breve periodo è quasi sempre legata ad obiettivi economici finanziari (97% dei casi) ma è in forte crescita il numero di società che include nei suoi piani anche obiettivi ESG (vi è stato un incremento da una percentuale rispettivamente del 56% per i piani MBO e 57% per i piani LTI nel 2022 al 67% per i piani MBO e 64% per i piani LTI nel 2023) ¹⁰³.

L'utilizzo di parametri ESG appare più frequente nelle società pubbliche e nelle imprese a proprietà diffusa (rispettivamente 80% nei piani MBO e 86% nei piani LTI delle società pubbliche e 77% nei piani MBO e 87% nei piani LTI delle società in cui non è possibile identificare l'azionista di controllo) e meno nelle società familiari (60% per i piani MBO e 54% per i piani LTI) ¹⁰⁴.

Inoltre, questi obiettivi di performance ESG sono più frequenti tra le grandi imprese (rispettivamente il 97% e l'87% di tutte le società FTSE MIB e Mid Cap, contro il 65% di tutte le società Small Cap) e tra le banche e le assicurazioni e (94%).

Il peso attribuito agli obiettivi ESG nelle società che ne fanno utilizzo si assesta nella media intorno al 18% nei piani MBO e 19% nei piani LTI¹⁰⁵.

Il Codice di Corporate Governance raccomanda che le società che prevedono meccanismi di incentivazione del CEO e di altri amministratori esecutivi legati a obiettivi di sostenibilità forniscano una chiara indicazione degli specifici obiettivi di performance da raggiungere; tuttavia, solo poco più della metà delle società (il 56% per i piani MBO e il 58% per i piani LTI) comunica gli specifici obiettivi dati al management¹⁰⁶.

Classificare gli obiettivi ESG adoperati dalle società risulta complesso, soprattutto perché spesso si tratta di obiettivi intricati e multifattoriali.

Prevalgono, in ogni caso, i fattori ambientali e sociali rispetto a fattori di *governance*.

La maggior parte delle società sia nei piani MBO che LTI si concentra sull'implementazione di progetti di investimento sostenibili come parte dei loro obiettivi ESG.

¹⁰³ Ibid.

¹⁰⁴ Ibid.

¹⁰⁵ Ibid.

¹⁰⁶ Ibid.

Tra gli altri obiettivi considerati dai piani MBO troviamo quelli legati: a progetti in materia di sicurezza sul lavoro (32% del totale) e alla rappresentanza di genere (30%). Mentre nei piani LTI sono più frequenti obiettivi legati al conseguimento e mantenimento di determinati *rating* di sostenibilità (24%) ed obiettivi legati allo sviluppo di prodotti sostenibili (20%)¹⁰⁷.

5. *Le questioni ancora aperte*

Nonostante un numero crescente di società stia integrando obiettivi ESG nei propri piani retributivi dei dirigenti, molte di esse non comunicano il peso attribuito a tali obiettivi nelle componenti fissa e variabile della remunerazione.

Inoltre, le informazioni disponibili spesso non sono standardizzate e mancano di dettagli sufficienti.

Tra le società che hanno adottato parametri ESG, l'83% comunica il peso complessivo di tali obiettivi all'interno dei propri piani retributivi, ma solo il 56% divulga i dettagli specifici degli obiettivi ESG assegnati al *management* come raccomandato dal Codice di Corporate Governance Italiano.

La trasparenza diminuisce ulteriormente quando si esamina il peso di ciascun obiettivo ESG: solo il 29% delle società fornisce queste informazioni.

Alcuni commentatori sottolineano che la scarsa trasparenza rispetto agli obiettivi specifici ESG implementati dei piani retributivi dei dirigenti delle imprese quotate sulla Borsa di Milano ed il loro peso potrebbe rendere difficile una misurazione effettiva della performance in materia di sostenibilità dei dirigenti da parte dei diversi *stakeholder*.

Tra questi Bebhuk e Tallarita, che sostengono che l'inclusione di metriche ESG nei contratti di retribuzione potrebbe essere un modo per mascherare un'eccessiva retribuzione manageriale, perché i successivi risultati ESG sono difficili da misurare e verificare per gli esterni¹⁰⁸.

¹⁰⁷ Ibid.

¹⁰⁸ L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation*, (2022), *Journal of Corporation Law* 48, a p. 31
Argomentano in maniera simile B. HONG; Z. LI E D. MINOR in *Corporate Governance and Executive Compensation for Corporate Social Responsibility*, (2016), *Journal of Business Ethics* 136, pp. 199 e ss. e N. POZZATO, in *osservatorio - gli obiettivi non finanziari nelle politiche di remunerazione degli amministratori di società italiane appartenenti all'indice FTSE MIB. un'analisi empirica*, (2023), *op. cit.*, a p. 483 che sostiene che è necessario concentrarsi sul contenuto concreto degli obiettivi di sostenibilità, per verificarne il livello di dettaglio e la misurabilità del raggiungimento. Il rischio è che si diffondano pratiche opache nell'assegnazione degli obiettivi ESG, facilitando così il raggiungimento di una parte della

Cohen evidenzia che il rischio principale nei casi in cui vi è scarsa trasparenza rispetto agli obiettivi ESG nelle politiche retributive è che esse vengano utilizzate come un veicolo di facciata per «raccolgere i benefici di essere percepiti come consapevoli dei fattori ESG, evitando al contempo costosi sforzi in materia di ESG»¹⁰⁹ o come un opportunistico *escamotage* per aumentare i pacchetti retributivi¹¹⁰.

Inoltre, come sostiene Pozzato anche se gli obiettivi di sostenibilità fossero dotati di tutti gli elementi necessari per assicurarne la misurabilità, la questione non sarebbe risolta positivamente¹¹¹.

Infatti, rimarrebbe il problema del livello di ambizione nella definizione degli obiettivi, una valutazione complicata anche dalla mancanza di standardizzazione delle tecniche di misurazione delle performance non finanziarie¹¹².

Tale divario tra le azioni in termini di sostenibilità dichiarate e intraprese da una società e le sue prestazioni ambientali è definito dai più come *greenwashing* o *window-dressing*, seguendo la popolare visione basata sulle prestazioni proposta da Delmas e Burbano¹¹³.

remunerazione senza trasparenza. La riduzione dell'importanza della componente finanziaria nella remunerazione non significherebbe necessariamente un successo per la responsabilità sociale d'impresa ma si tradurrebbe in un semplice ridimensionamento della parte "a rischio" della remunerazione, con l'obiettivo di incentivare una performance ESG modesta.

¹⁰⁹ S. COHEN, I. KADACH, G. ORMAZABAL, *Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*, (2022) European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 825/2022, *Journal of Accounting Research*, a p. 812

Sul problema significativo della mancanza di sincerità nelle dichiarazioni fatte da alcune società che si traduce nella sopravvalutazione degli asset e alle ingannevoli pratiche di *greenwashing* anche S. A. CERRATO in *Appunti per una "via italiana" all'ESG. L'impresa "costituzionalmente solidale" (anche alla luce dei "nuovi" artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, *op. cit.*, a p. 70

¹¹⁰C. MARQUIS.; M. TOFFEL; Y. ZHOU, *Scrutiny, Norms and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing*, (2016), *Organizational Science* 27, a p. 485

¹¹¹ N. POZZATO, in *osservatorio - gli obiettivi non finanziari nelle politiche di remunerazione degli amministratori di società italiane appartenenti all'indice FTSE MIB. un'analisi empirica*, (2023), *op. cit.*, a p. 485

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ M. DELMAS; V. BURBANO, *The Drivers of Greenwashing*, (2011), *California Management Review* 54, pp. 64 e ss.

Bisogna in ogni caso osservare che una pratica di *greenwashing* o, più in generale, la diffusione di un'informazione non finanziaria non corretta può costituire una violazione degli obblighi di informativa nei confronti degli investitori; e potrebbe configurare a carico degli organi di gestione e controllo – una responsabilità penale per false comunicazioni sociali ex artt. 2621 e 2622 c.c. e manipolazione del mercato ex art. 185 Tuf. L'investitore che ha subito un deprezzamento del valore dei titoli a causa del *greenwashing* potrebbe promuovere un'azione di danni nei confronti degli organi di gestione e controllo, ex art. 2395 c.c., e della società stessa, responsabile per i danni arrecati dai suoi organi ex artt. 2043 e 2049 c.c. ed in via diretta ex art. 94 Tuf. - M. GRECO, *Tinteggiare di verde la propria reputazione può costare caro*, (2021) in *Il Sole 24 ore consultabile presso: <https://www.ilsole24ore.com/art/tinteggiare-verde-propria-reputazione-puo-costare-caro-AEgrF2u>*

La scarsa trasparenza in merito agli obiettivi ESG implementati nelle politiche retributive degli amministratori esecutivi e del *top management* nel panorama italiano induce a domandarsi se essi siano un mero strumento di *greenwashing* o abbiano un effetto concreto sull'impegno del *management* nel perseguire strategie sostenibili.

Gli studiosi che nel panorama internazionale hanno condotto analisi quantitative per verificare l'esistenza di una correlazione positiva tra l'utilizzo di incentivi retributivi legati alla sostenibilità ed ESG *performance* sono numerosi¹¹⁴.

È invece più ridotto il numero di studi che hanno preso quale campione di riferimento le società quotate sul mercato italiano.

Tra di essi è opportuno citare i lavori di Alex Almici e di Sara Ratti et al.

Almici ha analizzato la sussistenza di una correlazione positiva tra l'esistenza di obiettivi ESG nelle politiche retributive degli esecutivi e la *performance* non finanziaria delle imprese che compongono l'indice FTSE MIB, valorizzando i modelli di governance e gli assetti organizzativi adottati dalle imprese¹¹⁵.

Ratti, Arena, Azzone e Dell'Agostino, si sono soffermati sull'analisi della relazione tra *claim* ambientali e peso degli incentivi legati agli obiettivi ambientali nei piani di remunerazione dei dirigenti nelle società quotate nell'indice FTSE Italia Allshare 2021, evidenziando che le società che redigono piani di sostenibilità e dichiarano obiettivi di neutralità carbonica tendono a includere obiettivi ambientali nei propri piani di retribuzione dei dirigenti con maggiore frequenza e con pesi maggiori rispetto alle altre società¹¹⁶.

Il prossimo capitolo di questo elaborato si propone di approfondire alcuni aspetti non esaminati negli studi citati.

In particolare, intende investigare l'esistenza di correlazioni tra la presenza di obiettivi ESG all'interno della retribuzione degli amministratori esecutivi e del *top*

¹¹⁴ Per citarne alcuni B. HONG ET AL., *Corporate Governance and Executive Compensation for Corporate Social Responsibility*, (2016), *Journal of Business Ethics*, 199; C. FLAMMER ET AL., *Corporate Governance and the Rise of Integrating Corporate Social Responsibility Criteria in Executive Compensation: Effectiveness and Implications for Firm Outcomes*, (2019), *Strategic Management Journal*, a p. 1097 e ss.; S. CAVACO ET AL., *Corporate Social Responsibility and Governance: The Role of Executive Compensation*, (2020), *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, a p. 240 e ss.

¹¹⁵ A. ALMICI, *does sustainability in executive remuneration matter? The moderating effect of Italian firms' corporate governance characteristics*, (2023), *Meditari Accountancy Research* Vol. 31 No. 7, p. 49 e ss.

¹¹⁶ S. RATTI, M. ARENA, G. AZZONE, L. DELL'AGOSTINO, *Environmental claims and executive compensation plans: Is there a link? An empirical investigation of Italian listed companies*, (2023), *Journal of Cleaner Production* Volume 422

management e la performance di sostenibilità nelle imprese a media capitalizzazione quotate sulla Borsa di Milano che compongono l'indice FTSE Mid Cap.

La scelta di focalizzare l'analisi sulle imprese appartenenti al FTSE Mid Cap è dettata dalla volontà di testare la validità della correlazione statistica tra retribuzione sostenibile e *performance* ESG già rilevata da altri studiosi rispetto all'indice FTSE MIB su un campione più ampio di società in cui è minore il numero società controllate o partecipate dallo stato ed è maggiore il numero di imprese a proprietà concentrata.

Tale circostanza, infatti, potrebbe portare a un minore controllo da parte di *stakeholder* esterni sulla performance ESG delle imprese e di conseguenza una minore cura nel definire obiettivi adeguati a incrementare la performance ESG dell'impresa nella componente variabile della retribuzione degli esecutivi.

Per garantire maggiore rilevanza statistica ai risultati dell'analisi sarà tenuto in considerazione dell'effetto moderatore delle caratteristiche finanziarie e dimensionali delle singole imprese oggetto di analisi e del livello di investimenti in innovazione ambientale da esse compiuto.

I risultati saranno poi confrontati ripetendo l'analisi su campioni di imprese quotate sulla Borsa di Milano di maggiore e di minore dimensione e di imprese estere dalle caratteristiche finanziarie e dimensionali simili in modo da avere una comprensione olistica del legame tra *performance* di sostenibilità e retribuzione sostenibile.

CAPITOLO II

Analisi Empirica

1. Premessa

Come anticipato nel capitolo precedente vi sono diverse ragioni che spingono le imprese ad associare parte della retribuzione incentivante prevista nei piani retributivi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche ad obiettivi di sostenibilità, tra cui spiccano le esigenze di *compliance* normativa, gli effetti positivi per la reputazione di impresa e la maggiore facilità nel reperire investimenti.

Sono, tuttavia, ancora limitati e hanno portato a risultati discordanti gli studi quantitativi che hanno analizzato l'impatto pratico dell'implementazione di tali obiettivi di sostenibilità nella retribuzione del management sulla *performance* ESG delle singole imprese.

Pertanto, in questo capitolo, dopo aver esaminato le caratteristiche e le principali tendenze in materia di inclusione di obiettivi ESG e del peso che a viene attribuito nella retribuzione incentivante dei dirigenti delle imprese che compongono l'indice FTSE Italia Mid Cap, si intende analizzare l'esistenza di una relazione funzionale tra l'inclusione di tali obiettivi nelle politiche retributive dei dirigenti e la performance in materia di sostenibilità delle imprese.

L'analisi sarà svolta attraverso un modello di regressione multipla che prende in considerazione assieme alle variabili sopracitate altre variabili di controllo di natura finanziaria e non, volte a isolare l'effetto della variabile indipendente sulla variabile dipendente, minimizzando l'influenza di fattori estranei.

Tale regressione sarà poi ripetuta per le imprese che appartengono all'indice FTSE MIB e FTSE Small Cap al fine di analizzare l'eventuale diversa correlazione tra le variabili selezionate prendendo come paniere di riferimento indici composti da imprese con una capitalizzazione di mercato maggiore e minore rispetto all'indice FTSE Mid Cap.

Infine, la medesima analisi sarà svolta prendendo come riferimento imprese quotate sulla Borsa di Parigi, di Francoforte e di Londra che possiedono caratteristiche finanziarie simili alle imprese che appartengono all'indice FTSE Mid Cap per verificare se l'appartenenza a una diversa giurisdizione influenza la correlazione tra incentivi retributivi legati alla sostenibilità e *performance* ESG delle suddette imprese.

2. Selezione dei dati

Le informazioni sulla proprietà azionaria, gli indici finanziari e non finanziari analizzate nei paragrafi che seguono sono state ricavate dalla piattaforma di raccolta dati LSEG Workspace - Refinitiv.

Le informazioni sulla retribuzione incentivante degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche sono state invece ricavate manualmente e inserite nella matrice di analisi dalle “Relazioni sulla Politica di Remunerazione e Compensi Corrisposti” redatte dalle singole società e pubblicate nella sezione “Assemblea” del sito internet delle emittenti (ai sensi dell’art. 123-bis del D.lgs. n° 58 del 24/02/1998, o Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), considerando sia l'*executive summary*, se disponibile, sia i dettagli contenuti nel corpo della documentazione.

Il paniere di riferimento è stato ricavato partendo dagli emittenti che compongono l’indice FTSE Italia Mid Cap che insieme rappresentano una capitalizzazione di mercato di circa 103 miliardi di euro.

Esso si compone delle prime 60 azioni per capitalizzazione al di fuori dell’indice FTSE MIB e comprende un insieme diversificato di società che operano in vari settori industriali, rappresentando un ampio spettro dell'economia italiana.

3. Le variabili oggetto di analisi

Le variabili che saranno utilizzate nel corso dell’analisi del paniere sono le seguenti:

ESG Combined Score: per analizzare la performance in materia di sostenibilità delle imprese che compongono il paniere oggetto di analisi è stato utilizzato quale variabile di riferimento l’ESG Combined Score fornito dalla piattaforma Refinitiv.

L’indice consiste in una combinazione di due componenti principali: ESG Score che valuta la performance della società in base a diversi criteri ESG¹¹⁷; ESG Controversies Score che considera le controversie che la società può aver affrontato riguardo a questioni ESG.

¹¹⁷ Esso è suddiviso a sua volta in tre dimensioni principali:

- Ambientale (Environmental): Include criteri come le emissioni di carbonio, l'uso delle risorse, l'impatto ambientale e l'innovazione ecologica.
- Sociale (Social): Include criteri come i diritti umani, le pratiche lavorative, la sicurezza sul lavoro, le relazioni con la comunità e la responsabilità del prodotto.
- Governance: Include criteri come la struttura di governance, i diritti degli azionisti, la remunerazione del management e l'etica aziendale.

Le controversie possono ridurre il punteggio complessivo della società, riflettendo il rischio e l'impatto negativo di tali eventi.

Sustainability Compensation Incentives: la variabile fornita dalla piattaforma Refinitiv misura la presenza o l'assenza di obiettivi ESG nella retribuzione incentivante dei dirigenti.

Essa consiste in una variabile dicotomica in cui sono divise le imprese che compongono il paniere in imprese che implementano incentivi di sostenibilità nella retribuzione incentivante dei dirigenti e imprese che non li implementano.

% ESG STIP AMM.ES., %ESG STIP DRS, %ESG LTIP AMM. ES, %ESG LTIP DRS: tali variabili sono state utilizzate per analizzare il peso attribuito agli obiettivi di sostenibilità all'interno dei piani retributivi di breve e di lungo periodo degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

Sono state composte ricavando manualmente i dati attraverso l'analisi delle "Relazioni sulla Politica di Remunerazione e Compensi Corrisposti" delle società che compongono il paniere.

Settore: è stata analizzata la tipologia di settore economico a cui afferiscono le società che compongono il paniere oggetto di analisi seguendo la divisione settoriale proposta dalla piattaforma LSEG Workspace – Refinitiv per verificare la sussistenza o meno di differenze rilevanti rispetto all'inclusione di obiettivi di sostenibilità negli schemi retributivi dei dirigenti e la performance di sostenibilità tra i vari settori economici delle società che compongono il paniere.

Assetto proprietario: sono state utilizzate due variabili dicotomiche per verificare se sussistano differenze rilevanti rispetto all'inclusione di obiettivi di sostenibilità e alla performance di sostenibilità nelle società in cui è presente rispettivamente un socio pubblico o un socio che possiede una partecipazione di controllo.

Coefficiente di innovazione ambientale: l'Environment Innovation Score fornito dalla piattaforma Refinitiv è stato scelto quale variabile per verificare se le società che investono maggiormente in innovazione ambientale hanno maggiori capacità di sviluppare soluzioni sostenibili.

Capitalizzazione di Mercato: Il logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato delle società che compongono il paniere è stato selezionato quale variabile oggetto di analisi per verificare se le società a maggiore capitalizzazione, che hanno maggiori risorse e capacità finanziarie, implementano maggiormente strategie di crescita ambientalmente e socialmente sostenibili.

Indici finanziari: l'indice di liquidità primaria (“*current ratio*”) (ossia il rapporto tra attività correnti e passività correnti) è stato selezionato quale variabile oggetto di analisi per verificare se le società con maggiore liquidità sono maggiormente capaci di investire nella sostenibilità di impresa mentre il rendimento del capitale investito (ROI) (dai dal rapporto tra utile netto e patrimonio netto) e l'EBITDA Margin (dato dal rapporto tra l'EBITDA e i ricavi) sono stati selezionati per comprendere la redditività e l'efficienza operativa delle imprese nel campione analizzato.

4. Il tema della sostenibilità nelle politiche di remunerazione degli amministratori e dirigenti

Da una preliminare analisi del campione di imprese considerato emerge che l'allineamento degli interessi degli amministratori con quelli degli azionisti attraverso l'inclusione di una componente variabile negli schemi retributivi degli amministratori esecutivi è considerato un elemento indispensabile dall'82,9% delle imprese che fanno parte dell'indice FTSE Mid Cap.

Tale percentuale scende al 74,4% per quanto riguarda la retribuzione dei dirigenti con responsabilità strategiche

Tabella 1: Tabella di frequenza presenza piani MBO e LTI dei dirigenti e obiettivi ESG

<i>Frequenza presenza</i>	<i>Piani MBO</i>	<i>Piani LTI</i>	<i>Obiettivi ESG nei piani MBO</i>	<i>Obiettivi ESG nei piani LTI</i>
<i>Amministratori esecutivi</i>	42	37	42	37
<i>Dirigenti con responsabilità strategiche</i>	36	33	37	36

Dal punto di vista dell'orizzonte temporale, che rappresenta il presupposto per la maturazione degli incentivi retributivi, risulta ormai istituzionalizzata la divisione tra compensi variabili di breve e di lungo termine.

Il 70% delle imprese prevede un piano MBO per gli amministratori esecutivi e il 60% per i dirigenti con responsabilità strategiche che si concretizza nella corresponsione di un incentivo basato sulla performance annuale rispetto al raggiungimento degli obiettivi indicati nella scheda individuale contenuta nella relazione sui compensi corrisposti.

La percentuale di imprese che implementano piani LTI è minore, il 61% delle imprese che costituiscono il paniere prevede tale forma di retribuzione per gli amministratori esecutivi e il 55% la prevede per i dirigenti con responsabilità strategiche.

Per quanto riguarda la previsione di obiettivi ESG all'interno dei piani retributivi, essi sono maggiormente presenti nei piani di breve periodo rispetto ai piani di lungo termine.

Obiettivi ESG sono previsti nei piani MBO degli amministratori esecutivi nel 70% dei casi e dei dirigenti con responsabilità strategiche nel 62% dei casi.

Nei piani LTI, obiettivi ESG sono previsti nel 62% per quanto riguarda gli amministratori esecutivi e nel 60% dei casi per quanto riguarda i dirigenti con responsabilità strategiche.

Tabella 2: Tabella di frequenza presenza obiettivi ESG previsti dai piani retributivi dei dirigenti

Obiettivi ESG	Frequenza
Investimenti in prodotti o progetti legati alla sostenibilità	11
Miglioramento della performance in materia di economia circolare	3
Consumer satisfaction	7
Riduzione impatto ambientale	20
Sviluppo e sicurezza del capitale umano	18
Inclusione e riduzione della disparità di genere	12
Obiettivi generici o non specificati	25
Miglioramento dei rating ESG	16

Gli obiettivi ESG più frequentemente implementati dalle società sono legati alla “riduzione dell’impatto ambientale”, allo “sviluppo e sicurezza del capitale umano” e al “miglioramento dei rating ESG”, rimane tuttavia alto il numero di società che non specifica all’interno delle “Rapporto sulla retribuzione ed i compensi corrisposti”, gli obiettivi ESG a cui è legata parte della retribuzione incentivante degli amministratori esecutivi e del *top management*.

Tabella 3: Tabella di frequenza mancata specificazione del peso degli obiettivi ESG nei piani retributivi dei dirigenti

Mancata specificazione del peso obiettivi ESG	Piani MBO	Piani LTI
Amministratori esecutivi	7	8
Dirigenti con responsabilità strategiche	11	7

L’11% delle società non specifica il peso degli obiettivi ESG all’interno dei piani MBO degli amministratori esecutivi.

Tale percentuale è superiore per quanto riguarda i piani MBO dei dirigenti con responsabilità strategiche (18,3%).

La percentuale di imprese che non specifica il peso degli obiettivi ESG nei piani retributivi di lungo termine è invece inferiore per i dirigenti con responsabilità strategiche (11%), rispetto agli amministratori esecutivi (13%).

Tabella 4: Peso attribuito agli obiettivi ESG nei piani retributivi dei dirigenti

	MEDIA	MEDIANA	MIN	MAX	DEV ST.	Q1	Q3
% ESG STIP AMM.ES.	16,66%	15,00%	5,00%	35,00%	0,074	10%	20%
% ESG STIP DRS	17,60%	15,00%	8,00%	35,00%	0,07	13%	20%
%ESG LTIP AMM. ES.	15,55%	17,50%	7,50%	25,00%	0,055	10%	20%
%ESG LTIP DRS	16,09%	20,00%	7,50%	25,00%	0,053	10%	20%

Il peso mediamente attribuito obiettivi ESG nella retribuzione incentivante degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche nelle imprese che lo specificano oscilla tra il 15,5% e il 17,6%.

Le mediane mostrano che metà delle società attribuisce almeno un peso equivalente al 15% agli obiettivi di sostenibilità nei piani MBO degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

La distribuzione del peso attribuito agli obiettivi di sostenibilità nei piani retributivi di lungo termine è più varia, la mediana assume rispettivamente il valore di 17,50% per gli amministratori esecutivi e 20% per i dirigenti con responsabilità strategiche.

I valori minimi e massimi evidenziano una differenza significativa nel peso attribuito agli obiettivi ESG.

Tali obiettivi nei piani retributivi di breve termine assumono valori che variano dal 5% al 35% per gli amministratori esecutivi e dal 8% al 35% per i dirigenti con responsabilità strategiche, mentre i piani retributivi di lungo periodo mostrano una gamma più ridotta, dal 7,5% al 25% per entrambe le categorie.

La deviazione standard è più alta per gli incentivi di breve periodo, indicando una maggiore variabilità nel peso attribuito agli obiettivi ESG rispetto ai piani retributivi di lungo periodo, che presentano una distribuzione più uniforme.

Gli intervalli interquartili (Q1-Q3) sono simili nei piani MBO e di lungo termine, suggerendo che, sebbene ci siano variazioni, l'adozione dei criteri ESG è relativamente concentrata tra il 10% e il 20% per tutte le categorie.

4.1. *Il settore economico di appartenenza e la sostenibilità delle politiche retributive nelle imprese dell'indice FTSE Italia Mid Cap*

Nell'analisi delle società prese in considerazione, è emersa una chiara diversificazione settoriale.

Tabella 5: Distribuzione settoriale delle imprese del FTSE Mid Cap

<i>Industria</i>	<i>Frequenza</i>
<i>Manifatturiero</i>	33
<i>Finanza e Assicurazioni</i>	7
<i>Servizi di pubblica utilità</i>	4
<i>Informazione</i>	4
<i>Servizi Professionali, Tecnici, Scientifici</i>	3
<i>Costruzioni</i>	3
<i>Arte e Intrattenimento</i>	2
<i>Commercio all'ingrosso</i>	2
<i>Estrazione mineraria e di gas e petrolio</i>	1
<i>Trasporti e stoccaggio merci</i>	1

Il settore predominante nel paniere considerato è il settore manifatturiero, che rappresenta il 55% del totale¹¹⁸, seguito dal settore finanziario assicurativo (12%), dai servizi di pubblica utilità e dall'informazione (entrambi rappresentano il 7% dell'indice).

Le altre imprese che compongono il paniere afferiscono al settore dei servizi professionali, tecnici scientifici (5%); dell'edilizia (5%), dell'arte ed intrattenimento; del commercio all'ingrosso; dell'estrazione mineraria di gas e di petrolio e al settore dei trasporti e stoccaggio merci.

Da un confronto tra le imprese appartenenti ai quattro settori maggiormente rappresentativi all'interno del paniere– manifatturiero, finanziario e assicurativo, servizi di pubblica utilità e informazione – emergono differenze significative rispetto al peso attribuito agli obiettivi ESG nei piani retributivi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

¹¹⁸ Tale settore può essere ulteriormente suddiviso in sottocategorie di cui la costruzione di navi e imbarcazioni è la più frequente con 4 occorrenze, seguita dalla produzione di strumenti di navigazione, misurazione, elettromedicali e di controllo e dalla produzione di semiconduttori e altri componenti elettronici entrambe con 3 occorrenze e dalla produzione di calzature, produzione di prodotti chimici di base, Produzione di parti per veicoli a motore con 2 occorrenze ciascuna.

Tabella 6: Peso attribuito agli obiettivi ESG nei piani retributivi dei dirigenti nei settori maggiormente rappresentativi

Variabili	Settore	MEDIA	MEDIANA	DEV ST:	Q1	Q3
% ESG STIP AMM.ES.	<i>Manifatturiero</i>	0,17	0,15	0,07	0,1	0,2
	<i>Finanziario assicurativo</i>	0,18	0,2	0,07	0,1	0,2
	<i>Servizi di pubblica utilità</i>	0,15	0,1	0,1	0,07	0,2
	<i>Informazione</i>	0,13	0,1	0,04	0,1	0,15
% ESG STIP DRS	<i>Manifatturiero</i>	0,18	0,15	0,07	0,12	0,2
	<i>Finanziario assicurativo</i>	0,18	0,2	0,02	0,17	0,2
	<i>Servizi di pubblica utilità</i>	0,2	0,2	0,1	0,15	0,25
	<i>Informazione</i>	0,15	0,15	0,05	0,125	0,175
% ESG LTIP AMM. ES.	<i>Manifatturiero</i>	0,16	0,2	0,05	0,1	0,2
	<i>Finanziario assicurativo</i>	0,17	0,2	0,04	0,12	0,2
	<i>Servizi di pubblica utilità</i>	0,16	0,16	0,08	0,11	0,2
	<i>Informazione</i>	0,13	0,1	0,047	0,1	0,15
% ESG LTIP DRS	<i>Manifatturiero</i>	0,17	0,2	0,04	0,12	0,2
	<i>Finanziario assicurativo</i>	0,18	0,2	0,03	0,16	0,2
	<i>Servizi di pubblica utilità</i>	0,16	0,16	0,08	0,11	0,2
	<i>Informazione</i>	0,13	0,1	0,047	0,1	0,15

Nel settore manifatturiero, la media del peso attribuito agli obiettivi ESG nei piani di breve e lungo termine varia tra il 16% e il 18%.

In particolare, il peso in media attribuito a tali obiettivi per gli amministratori esecutivi è pari al 17% per i piani MBO e al 16% per i piani retributivi di lungo termine, con una distribuzione relativamente uniforme, come evidenziato dalla deviazione standard contenuta (circa 0,07 per i piani retributivi di breve termine. e 0,05 per i piani retributivi di lungo termine).

Nel settore finanziario e assicurativo, il peso medio attribuito agli obiettivi ESG nei piani retributivi è leggermente superiore a quanto osservato per le imprese afferenti al settore manifatturiero, con una media di circa 18% per tutte le categorie.

La mediana in questo settore è uniforme al 20% per tutte le variabili analizzate, confermando una distribuzione più stabile rispetto agli altri settori.

Il settore dei servizi di pubblica utilità presenta un comportamento differenziato, con una maggiore inclusione di obiettivi ESG nei piani di breve termine per i dirigenti strategici, pari al 20%, mentre per gli amministratori esecutivi si osserva una media più bassa (15% nei piani MBO e 16% nei piani retributivi di lungo termine). Tuttavia, le deviazioni standard sono più elevate rispetto agli altri settori, indicando una maggiore variabilità tra le imprese del settore.

Infine, nel settore dell'informazione, il peso attribuito agli obiettivi ESG è il più basso tra i settori analizzati, con una media che varia dal 13% al 15%.

Anche le deviazioni standard in questo settore sono più contenute, suggerendo una maggiore omogeneità nelle pratiche adottate dalle imprese.

La mediana del peso degli obiettivi ESG nei piani retributivi è del 10% per gli amministratori esecutivi, sia per i piani STIP che per quelli LTIP, confermando un livello di inclusione ESG relativamente basso rispetto agli altri settori.

Le differenze riscontrate tra i vari settori – manifatturiero, finanziario, servizi di pubblica utilità e informazione – evidenziano come ciascun settore adotti pratiche diverse in termini di inclusione degli obiettivi ESG nei piani retributivi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti strategici.

Tuttavia, queste differenze non possono essere considerate pienamente rappresentative o generalizzabili a livello di settore.

Ciò è dovuto principalmente al numero esiguo di società appartenenti ai settori finanziario, assicurativo, dell'informazione e dei servizi di pubblica utilità all'interno del paniere oggetto di analisi.

Pertanto, ulteriori studi con un campione più ampio e una distribuzione più equilibrata tra i vari settori sarebbero necessari per trarre conclusioni più solide e valide a livello generale.

4.2. La presenza del socio pubblico e la sostenibilità delle politiche retributive

L'indice FTSE Mib è caratterizzato da una bassa presenza di società partecipate dallo Stato e da un'alta presenza di società in cui sussiste un azionista di controllo.

Lo Stato italiano ha infatti partecipazioni in solo il 12% delle società che compongono l'indice FTSE Italia Mid Cap, una percentuale decisamente minore rispetto alle partecipazioni dello Stato nelle società che compongono l'indice FTSE MIB (27,5%) dettata principalmente da una presenza minore all'interno dell'indice di imprese che operano in settori strategici e di rilevanza nazionale, come i servizi di pubblica utilità e i trasporti.

Tabella 7: La presenza del socio pubblico e la sostenibilità delle politiche retributive

		<i>MEDIA</i>	<i>MEDIANA</i>	<i>DEV ST:</i>	<i>Q1</i>	<i>Q3</i>	<i>Diff. media</i>	<i>t</i>	<i>P-value</i>
% ESG STIP AMM.ES.	Presenza socio pubblico	16,50%	15,00%	0,07	11%	19%	0,002	0,05	0,955
	Assenza socio pubblico	16,70%	15,00%	0,075	10%	20%	0,002	0,05	0,956
% ESG STIP DRS	Presenza socio pubblico	18,00%	15,00%	0,068	15%	20%	-0,005	-0,13	0,892
	Assenza socio pubblico	17,50%	15,00%	0,07	11,8%	20%	-0,005	-0,13	0,898
%ESG LTIP AMM. ES.	Presenza socio pubblico	19,17%	20,00%	0,045	20%	20%	-0,046	-1,86	0,074
	Assenza socio pubblico	14,57%	12,50%	0,053	10%	20%	-0,046	-1,98	0,08
%ESG LTIP DRS	Presenza socio pubblico	19,17%	20,00%	0,045	20%	20%	-0,039	-1,61	0,119
	Assenza socio pubblico	15,25%	15,00%	0,052	10%	20%	-0,039	-1,69	0,126

Da un'analisi condotta attraverso un test a campioni indipendenti tra le imprese partecipate e non partecipate dallo Stato, non sono emerse differenze statisticamente significative per quanto riguarda il peso attribuito agli obiettivi ESG all'interno dei piani MBO degli amministratori esecutivi dei i dirigenti strategici nei due gruppi.

Nelle imprese in cui non è presente un socio pubblico, le percentuali medie di inclusione di obiettivi ESG nei piani retributivi di breve termine per gli amministratori esecutivi e i dirigenti strategici sono rispettivamente del 16,70% e 17,50%, valori molto simili a quelli delle imprese in cui il socio pubblico è presente (16,50% per i piani MBO degli amministratori esecutivi. e 18,00% per i piani MBO dei dirigenti con responsabilità strategiche).

Il valore di p bilaterale è compreso tra 0,892 e 0,955, indicando che la partecipazione pubblica non ha un impatto rilevante sull'inclusione di obiettivi ESG nei piani retributivi di breve termine.

Differenze significative tra le due categorie emergono al contrario in merito al peso attribuito agli obiettivi ESG nei piani retributivi di lungo termine per amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

Nelle imprese in cui il socio pubblico è assente, il peso mediamente attribuito agli obiettivi ESG nei piani di lungo termine è più basso, con il 14,57% per gli amministratori esecutivi e il 15,25% per i dirigenti strategici.

Invece, nelle imprese in cui il socio pubblico è presente, queste percentuali salgono rispettivamente al 19,17% per entrambe le categorie.

In particolare, il valore di p bilaterale è 0,040, con una differenza di media pari a -0,046 per quanto riguarda i piani retributivi di lungo termine degli amministratori esecutivi e 0,126, con una differenza di media di -0,039 per quanto riguarda i piani retributivi dei dirigenti con responsabilità strategiche.

Questo suggerisce che le imprese con partecipazione pubblica tendono a includere una percentuale significativamente più alta di obiettivi ESG nei piani di lungo termine per gli amministratori esecutivi rispetto alle imprese senza partecipazione pubblica.

Tuttavia, è importante notare che deviazioni *standard* elevate indicano una significativa dispersione dei dati attorno alla media, suggerendo una variabilità notevole nelle performance ESG delle società, indipendentemente dalla presenza di partecipazione pubblica.

In conclusione, la presenza di un socio pubblico sembra influenzare positivamente l'inclusione di obiettivi ESG, soprattutto nei piani retributivi di lungo termine, suggerendo una maggiore attenzione verso la sostenibilità nelle imprese che godono di una partecipazione pubblica; tuttavia, la variabilità elevata all'interno dei gruppi, indica che altri fattori potrebbero influenzare significativamente le performance ESG.

4.3. *Il grado di concentrazione degli assetti proprietari e il peso attribuito agli obiettivi ESG nelle politiche retributive*

Per quanto riguarda la concentrazione azionaria il 78% delle società esaminate presenta, come anticipato, la presenza di un azionista di controllo.

Tabella 8: La presenza di un azionista di controllo e la sostenibilità delle politiche retributive

		MEDIA	MEDIANA	DEV ST:	Q1	Q3	Diff. media	t	P-value
% ESG STIP AMM.ES.	Presenza Azionista di controllo	14,33%	15,00%	0,046	10%	20%	0,099	3,91	0,0004
	Assenza Azionista di controllo	24,25%	30,00%	0,094	18%	30%	0,099	2,71	0,027
% ESG STIP DRS	Presenza Azionista di controllo	14,90%	15,00%	0,043	10%	20%	0,135	5,89	0
	Assenza Azionista di controllo	28,40%	30,00%	0,049	27%	30%	0,135	5,09	0,003
% ESG LTIP AMM. ES.	Presenza Azionista di controllo	14,31%	10,00%	0,053	10%	20%	0,05	2,17	0,039
	Assenza Azionista di controllo	19,29%	20,00%	0,042	20%	20%	0,05	2,39	0,033
% ESG LTIP DRS	Presenza Azionista di controllo	15,02%	15,00%	0,053	10%	20%	0,043	1,88	0,071
	Assenza Azionista di controllo	19,29%	20,00%	0,042	20%	20%	0,043	2,06	0,061

Confrontando il peso mediamente attribuito agli obiettivi ESG nei piani MBO e nei piani retributivi di lungo termine dei dirigenti nelle imprese in cui è presente un azionista di controllo e nelle imprese a proprietà diffusa emergono differenze significative.

Nelle imprese in cui è presente un azionista di controllo, le percentuali medie di inclusione degli obiettivi ESG nei piani retributivi sono generalmente più basse rispetto alle imprese a proprietà diffusa.

La media delle percentuali di inclusione di obiettivi ESG nei piani MBO è del 14,33% per gli amministratori esecutivi e del 14,90% per i dirigenti strategici nelle imprese a proprietà concentrata, contro rispettivamente il 24,25% e del 28,40% nelle imprese a proprietà diffusa.

Lo stesso *pattern* emerge nei piani di lungo termine. La media di inclusione degli obiettivi ESG nei piani LTIP per gli amministratori esecutivi è del 14,31% nelle imprese in cui è presente un azionista di controllo, contro il 19,29% nelle imprese in cui non è presente, anche per i dirigenti strategici, la differenza è analoga (15,02% rispetto al 19,29%).

Le deviazioni standard indicano una maggiore variabilità nelle imprese a proprietà diffusa, con valori superiori rispetto alle imprese a proprietà concentrata che suggerisce una maggiore omogeneità in tali ultime imprese riguardo all'inclusione degli obiettivi ESG nei piani retributivi.

Il test a campioni indipendenti conferma la significatività statistica di queste differenze.

Per quanto riguarda il peso attribuito agli obiettivi ESG nei piani retributivi di breve termine degli amministratori esecutivi, il valore di p bilaterale è pari a 0,000, con una differenza di media di 0,099, che rientra in un intervallo di confidenza del 95% tra 0,048 e 0,151.

Questo risultato indica una differenza altamente significativa tra i due gruppi.

Anche per i dirigenti strategici, il test t mostra una differenza significativa, con un valore di p bilaterale di 0,003 e una differenza media di 0,135.

Per quanto riguarda i piani retributivi di lungo termine, sebbene le differenze siano meno marcate rispetto a quanto osservato per i piani MBO, il test t rivela comunque differenze significative.

Per gli amministratori esecutivi, il valore di p bilaterale è di 0,017, con una differenza media di 0,050, rientrante in un intervallo di confidenza tra 0,005 e 0,095.

Anche per i dirigenti strategici, la differenza è significativa con un valore di p bilaterale di 0,031.

Tirando le somme, le imprese a proprietà diffusa considerate nel paniere tendono a includere in misura significativamente maggiore gli obiettivi ESG nei loro piani retributivi, sia a breve che a lungo termine, rispetto alle imprese a proprietà concentrata che invece sembrano adottare politiche ESG più standardizzate e meno ambiziose.

5. La Performance ESG e la Performance finanziaria delle imprese che compongono l'indice FTSE Mid Cap

Sono state analizzate anche le differenze rispetto alla performance ESG e finanziaria delle imprese che compongono il paniere.

Tabella 9: statistiche descrittive della performance ESG e finanziaria nei settori più rappresentativi

<i>Variabili</i>	<i>Settore</i>	<i>MEDIA</i>	<i>MEDIANA</i>	<i>DEV ST:</i>	<i>Q1</i>	<i>Q3</i>
<i>ESG Combined Score</i>	Manifatturiero	57,64	60,73	11,66	48,74	66,57
	Finanziario assicurativo	56,25	61,31	18,96	43,85	68,42
	Servizi di pubblica utilità	49,66	46,37	6,13	45,35	52,31

Environmental Innovation Score	Informazione	61,61	63,74	8,39	55,94	69,4
	Manifatturiero	44,18	50	28,56	22,83	72,97
	Finanziario assicurativo	24,96	10,34	24,62	4,322	44,97
	Servizi di pubblica utilità	51,71	57,69	14,25	44,87	61,53
Current Ratio	Informazione	25,84	25,66	25,84	0	51,49
	Manifatturiero	2,21	1,59	2,06	1,37	1,93
	Finanziario assicurativo	0,75	0,75	0,64	0,42	1,07
	Servizi di pubblica utilità	1,27	0,8	0,83	0,76	1,3
Ln Market Cap	Informazione	1,02	1,05	0,14	0,91	1,15
	Manifatturiero	20,92	20,81	0,75	20,3	21,23
	Finanziario assicurativo	21,41	21,3	0,446	21,12	21,61
	Servizi di pubblica utilità	21,07	21,12	0,73	20,46	21,73
EBITDA MARGIN	Informazione	20,8	20,74	0,465	20,42	21,11
	Manifatturiero	18,62	18,24	8,01	13,98	21,99
	Finanziario assicurativo	75,48	75,48	0	75,48	75,48
	Servizi di pubblica utilità	27,66	24,6	12,5	20,66	31,6
ROI	Informazione	34,36	23,1	21,02	19,62	43,46
	Manifatturiero	15,29	13,81	8,026	9,69	22,7
	Finanziario assicurativo	7,96	7,96	0,91	7,5	8,41
	Servizi di pubblica utilità	10,78	11,47	4,78	6,89	15,34
	Informazione	21,19	16,69	12,43	12,7	27,42

Da un confronto tra i settori maggiormente rappresentativi emerge che il settore manifatturiero presenta un ESG Combined Score medio di 57,64, con una mediana superiore (60,73), che riflette una maggiore attenzione a politiche sostenibili rispetto ad altri settori.

Il punteggio medio dell'innovazione ambientale (44,18) è elevato, indicando che le società che operano nel settore manifatturiero investono in soluzioni innovative per ridurre l'impatto ambientale.

Il Current Ratio, che misura la liquidità, è relativamente alto (2,21), segno di buona solidità finanziaria, mentre l'EBITDA margin e il ROI mostrano una buona redditività, rispettivamente 18,62 e 15,29.

In contrasto, il settore finanziario e assicurativo ha un punteggio ESG medio di 56,25, leggermente inferiore al manifatturiero, ma con una media dell'innovazione ambientale molto più bassa (24,96).

Il settore si distingue per un EBITDA margin estremamente elevato (75,48), segno di un'elevata redditività operativa, accompagnato da un ROI relativamente più basso (7,96).

Il Current Ratio è più contenuto (0,75), segno di una minore liquidità rispetto al manifatturiero.

Per quanto riguarda i servizi di pubblica utilità, questo settore ha un punteggio ESG inferiore (49,66), ma eccelle nell'innovazione ambientale (51,71), confermando l'importanza di investimenti green.

Il Current Ratio è moderatamente alto (1,27), mentre l'EBITDA margin (27,66) e il ROI (10,78) risultano essere intermedi rispetto agli altri settori, indicando una buona redditività, seppur inferiore rispetto al settore finanziario.

Infine, il settore dell'informazione mostra il punteggio ESG più alto (61,61) e un EBITDA margin (34,36) che, seppur inferiore al settore finanziario, denota una solida performance operativa.

Il ROI medio (21,19) è il più alto tra i settori analizzati, a testimonianza di un'elevata efficienza nella generazione di utili sugli investimenti, mentre il Current Ratio pari a 1,02 suggerisce che la liquidità non è una priorità per questo settore rispetto alla redditività.

Emergono differenze significative rispetto alla performance in materia di sostenibilità e finanziaria anche tra le imprese che compongono il paniere a proprietà concentrata e a proprietà diffusa e a seconda che sia presente o meno il socio pubblico.

Tabella 10: statistiche descrittive performance ESG e finanziaria nelle imprese a seconda degli assetti proprietari

Variabili	Assetti proprietari	MEDIA	MEDIANA	DEV ST:	Q1	Q3
ESG Combined Score	Presenza Azionista di Controllo	57,66	60,73	12,27	48,08	67,18
	Assenza Azionista di Controllo	56,01	58,26	15,7	44,12	69,3
	Presenza Socio Pubblico	64,71	69,31	12,54	53,86	74,03
	Assenza Socio Pubblico	56,01	58,1	12,98	45,96	66,57
Environmental Innovation Score	Presenza Azionista di Controllo	40,29	50	29,41	0	64,17
	Assenza Azionista di Controllo	34,79	29,37	30,59	8,64	50
	Presenza Socio Pubblico	45,34	56,08	32,97	19,97	61,53
	Assenza Socio Pubblico	37,81	40,85	29,14	4,322	61,54
Current Ratio	Presenza Azionista di Controllo	1,84	1,49	1,42	1,22	1,78
	Assenza Azionista di Controllo	2,22	1,32	2,85	1,04	1,98
	Presenza Socio Pubblico	1,03	0,87	0,34	0,81	1,03

Ln Market Cap	Assenza Socio Pubblico	2,03	1,49	1,91	1,29	1,86
	Presenza Azionista di Controllo	21,08	21,02	0,71	20,52	21,59
	Assenza Azionista di Controllo	20,82	21,14	0,62	20,29	21,3
EBITDA MARGIN	Presenza Socio Pubblico	21,41	21,46	0,29	21,16	21,57
	Assenza Socio Pubblico	20,97	20,86	0,73	20,33	21,4
	Presenza Azionista di Controllo	19,06	17,09	13,49	12,91	24,51
ROI	Assenza Azionista di Controllo	23,08	19,74	18,32	13,88	21,91
	Presenza Socio Pubblico	36,62	26,89	24,34	15,98	55,56
	Assenza Socio Pubblico	17,51	17,09	10,84	12,55	21,99
	Presenza Azionista di Controllo	14,25	15,32	11,58	10,15	19,11
	Assenza Azionista di Controllo	12,46	8,88	7,26	6,65	15,49
	Presenza Socio Pubblico	16,16	12,59	10,43	9,04	16,68
	Assenza Socio Pubblico	13,52	14,74	10,8	7,88	18,95

Nel caso delle imprese a proprietà concentrata, i dati mostrano un punteggio ESG medio di 57,66, con una mediana leggermente superiore (60,73), indicando un'attenzione moderata agli aspetti di sostenibilità e governance.

Il punteggio di innovazione ambientale medio (40,29) è più alto rispetto alle imprese a proprietà diffusa, suggerendo che le imprese con un azionista di controllo tendono a investire maggiormente nell'innovazione ambientale.

Anche l'EBITDA Margin medio (19,06) e il ROI (14,25) mostrano che queste imprese riescono a mantenere una buona efficienza operativa e un ritorno sugli investimenti più alto rispetto alle imprese senza azionista di controllo.

Le imprese a proprietà diffusa presentano un punteggio ESG medio leggermente inferiore (56,01), ma con una maggiore variabilità, come evidenziato dalla deviazione standard più alta (15,70 rispetto a 12,27).

Queste società hanno un Current Ratio più alto (2,22 rispetto a 1,84), suggerendo una maggiore liquidità e capacità di far fronte alle passività a breve termine.

Inoltre, l'EBITDA Margin medio delle imprese a proprietà diffusa è più elevato (23,08 contro 19,06), indicando che queste imprese riescono a generare margini operativi superiori, mentre il ROI medio è inferiore (12,46 contro 14,25), suggerendo che, nonostante i margini operativi più alti, la loro efficienza nel generare ritorni sugli investimenti è inferiore rispetto alle imprese a proprietà concentrata.

Per quanto riguarda le imprese partecipate dallo Stato mostrano un punteggio ESG medio più elevato (64,71) rispetto alle imprese private (56,01), con una mediana ancora più alta (69,31).

Ciò suggerisce che la presenza del socio pubblico potrebbe favorire una maggiore attenzione alle questioni ambientali, sociali e di governance.

Inoltre, il punteggio medio di innovazione ambientale è significativamente più alto per le imprese a partecipazione pubblica (45,34) rispetto alle imprese non partecipate dallo Stato (37,81), il che potrebbe indicare una maggiore pressione o incentivi governativi per investire in innovazione ambientale.

Infine, dal punto di vista finanziario, le imprese partecipate dallo Stato presentano un margine di EBITDA medio molto più elevato (36,62) rispetto alle imprese private (17,51), segnalando una maggiore efficienza operativa o accesso a risorse finanziarie più consistenti. Anche il ROI medio risulta più elevato nelle imprese a partecipazione pubblica, suggerendo che esse generino rendimenti sugli investimenti più elevati, mentre il Current Ratio medio risulta inferiore (1,03 contro 2,03), indicando che tali imprese potrebbero avere meno liquidità disponibile o una minore capacità di far fronte alle passività a breve termine.

6. La correlazione tra l'inclusione di obiettivi ESG nella retribuzione degli amministratori e del top management e la performance in materia di sostenibilità delle imprese

Per testare l'esistenza di una relazione funzionale tra l'implementazione di obiettivi ESG nei piani retributivi degli amministratori esecutivi e del *top management* e la *performance* di sostenibilità delle imprese che compongono l'indice FTSE Mid Cap, sono stati eseguiti dei modelli di regressione multipla utilizzando le seguenti variabili:

Variabile indipendente: l'ESG Combined Score.

Variabili dipendenti: il peso attribuito agli obiettivi di sostenibilità all'interno delle politiche retributive dei dirigenti (% ESG STIP AMM.ES., %ESG STIP DRS, %ESG LTIP AMM. ES, %ESG LTIP DRS) e la presenza o meno di obiettivi ESG all'interno delle politiche retributive degli stessi (Sustainability Compensation Incentives).

Variabili di controllo: il coefficiente di innovazione ambientale (Environmental Innovation Score), la capitalizzazione di mercato (Ln Market Cap) e le caratteristiche finanziarie delle singole imprese (Current Ratio, EBITDA Margin; ROI).

Tabella 11: Correlazioni tra ESG Combined Score e le variabili indipendenti

	E.M.	ROI	%ESG L. DRS	%ESG L. AMM.	%ESG S. DRS	%ESG S. AMM.	Ln M. Cap	C. Ratio	E. I. S.	ESG C.. S.	Sust. Inc.
<i>Sust. Inc.</i>	-0,142	-	0,287	0,29	-0,142	0,054	0,113	-0,281	0,251	,444*	1
	0,394	0,19	0,155	0,15	0,528	0,778	0,436	0,062	0,079	0,001	
	38	39	26	26	22	30	50	45	50	50	50
<i>ESG C. S.</i>	0,053	0,15	-0,044	-0,049	0,219	0,033	0,192	0,125	,324*	1	,444*
	0,753	0,35	0,832	0,813	0,328	0,862	0,181	0,412	0,022	0,001	0,001
	38	39	26	26	22	30	50	45	50	50	50
<i>E. I. S.</i>	-0,17	-	0,204	0,099	0,036	-0,01	0,033	-0,113	1	,324*	0,251
	0,307	0,44	0,319	0,629	0,873	0,96	0,821	0,459	0,022	0,022	0,079
	38	39	26	26	22	30	50	45	50	50	50
<i>C. Ratio</i>	-0,151	-	-0,066	-0,115	0,152	-0,073	-0,088	1	-0,113	0,125	-0,281
	0,311	0,81	0,766	0,6	0,499	0,706	0,525	0,459	0,459	0,412	0,062
	47	48	23	23	22	29	54	55	45	45	45
<i>Ln M. Cap</i>	0,086	0,07	0,217	0,165	0,099	0,045	1	-0,088	0,033	0,192	0,113
	0,567	0,61	0,268	0,402	0,639	0,799	0,799	0,525	0,821	0,181	0,436
	47	48	28	28	25	34	59	54	50	50	50
<i>%ESG S. AMM.</i>	-0,129	0,14	0,32	0,356	,937**	1	0,045	-0,073	-0,01	0,033	0,054
	0,514	0,45	0,182	0,147	0	0,799	0,799	0,706	0,96	0,862	0,778
	28	28	19	18	25	34	34	29	30	30	30
<i>%ESG S. DRS</i>	0,027	0,25	0,478	,540*	1	,937**	0,099	0,152	0,036	0,219	-0,142
	0,906	0,25	0,061	0,038	0	0	0,639	0,499	0,873	0,328	0,528
	22	22	16	15	25	25	25	22	22	22	22
<i>%ESG L. AMM.</i>	0,161	0,11	,985**	1	,540*	0,356	0,165	-0,115	0,099	-0,049	0,29
	0,474	0,59	0	0,071	0,038	0,147	0,402	0,6	0,629	0,813	0,15
	22	23	27	28	15	18	28	23	26	26	26
<i>%ESG L. DRS</i>	0,153	0,07	1	,985**	0,478	0,32	0,217	-0,066	0,204	-0,044	0,287
	0,496	0,74	0,061	0	0,061	0,182	0,268	0,766	0,319	0,832	0,155
	22	23	28	27	16	19	28	23	26	26	26
<i>ROI</i>	0,233	1	0,071	0,116	0,255	0,148	0,075	-0,034	-0,125	0,152	-0,21
	0,11		0,747	0,599	0,253	0,452	0,611	0,819	0,448	0,357	0,198
	48	49	23	23	22	28	48	48	39	39	39
<i>E. M.</i>	1	0,23	0,153	0,161	0,027	-0,129	0,086	-0,151	-0,17	0,053	-0,142
	0,11		0,496	0,474	0,906	0,514	0,567	0,311	0,307	0,753	0,394
	48	48	22	22	22	28	47	47	38	38	38

*** indica un livello di significatività p all'1%

** indica un livello di significatività p all'5%

* indica un livello di significatività p all'10%

(ai fini di maggiore chiarezza espositiva i nomi di diverse variabili sono stati appuntati all'interno della tabella di riepilogo: "Sustainability incentives" è stata appuntata in "Sust.Inc."; "ESG Combined Score" in "ESG C. S."; "Environmental Innovation Score" in "E.I.S."; "Current Ratio" in "C. Ratio"; "Ln Market Cap" in "Ln M. Cap"; "%ESG STIP AMM. ES." in "%ESG S. AMM."; "%ESG STIP DRS." in "%ESG S. DRS."; "%ESG LTIP AMM. ES." in "%ESG L. AMM."; "%ESG L. DRS." in "%ESG L. DRS."; "EBITDA MARGIN" in "E.M.")

In primo luogo, è stata analizzata la correlazione di Pearson, una misura statistica che quantifica la forza e la direzione della relazione lineare tra due variabili quantitative, tra l'*ESG Combined Score* e le variabili di controllo oggetto di analisi.

La correlazione che risulta più rilevante e significativa è quella tra l'*ESG Combined Score* e l'*Environmental Innovation Score* ($r = 0,324$, $p = 0,022$), suggerendo che le società che innovano maggiormente sotto i profili della tutela ambientale tendono ad avere performance ESG superiori.

Le altre correlazioni, tra cui quelle con il ROI, EBITDA Margin e capitalizzazione di mercato, non risultano significative, indicando che questi indicatori finanziari nel campione analizzato non influenzano direttamente la performance di sostenibilità delle imprese.

È stata inoltre esplorata la correlazione tra l'*ESG Combined Score* e le variabili indipendenti oggetto di analisi.

La correlazione che è risultata più significativa è quella tra l'*ESG Combined Score* e i *Sustainability Compensation Incentives* ($r = 0,444$, $p = 0,001$), suggerendo che le società che integrano incentivi legati alla sostenibilità nei pacchetti retributivi tendono ad avere performance ESG più elevate mentre non è emersa una correlazione significativa tra il peso attribuito agli obiettivi di sostenibilità all'interno dei piani retributivi delle imprese che compongono il paniere e la performance ESG complessiva delle società.

Infine, è stata analizzata l'esistenza di correlazioni rilevanti tra le variabili indipendenti e variabili di controllo.

Nessuna di tali correlazioni è risultata particolarmente forte o statisticamente significativa.

In secondo luogo, è stata analizzata l'eventuale esistenza di una relazione funzionale tra l'*ESG Combined Score* e il peso attribuito agli obiettivi ESG all'interno dei piani retributivi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità

strategiche delle società che compongono il paniere attraverso dei quattro modelli di regressione multipla (in ciascun modello assieme alle variabili di controllo è stata analizzata una delle variabili che misurano il peso attribuito agli obiettivi ESG nei piani retributivi dei dirigenti).

Tabella 12: Riepilogo regressione lineare ESG Combined Score/ Peso obiettivi ESG nell'indice FTSE Mid Cap

Modello	Coefficienti ^a			
	1	2	3	4
(Costante)	34,911	8,649	-3,088	-82,432
	0,687	0,939	0,975	0,421
<i>Environmental Innovation Score</i>	0,104	0,135	0,152	0,214
	0,249	0,231	0,18	0,054
<i>Ln Market Cap</i>	0,689	1,396	2,668	6,347
	0,863	0,785	0,573	0,197
<i>ROI</i>	0,036	0,005	0,124	0,103
	0,865	0,985	0,765	0,783
<i>EBITDA Margin</i>	0,163	0,039	0,143	0,22
	0,327	0,887	0,452	0,227
<i>Current Ratio</i>	0,909	8,182	-0,326	2,142
	0,488	0,263	0,936	0,582
<i>% ESG STIP AMM.ES.</i>	9,443			
	0,767			
<i>% ESG STIP DRS</i>		28,188		
		0,475		
<i>%ESG LTIP AMM. ES.</i>			-34,641	
			0,51	
<i>%ESG LTIP DRS</i>				-62,751
				0,241
<i>R</i>	,322 ^a	,490 ^a	,347 ^a	,480 ^a
<i>R-quadrato</i>	0,104	0,24	0,12	0,23
<i>R-quadrato adj.</i>	-0,13	-0,064	-0,158	-0,013

*** indica un livello di significatività p all'1%

** . indica un livello di significatività p all'5%

*. indica un livello di significatività p all'10%

L'R-quadrato relativamente basso e l'assenza di una relazione statisticamente significativa delle variabili con la variabile dipendente portano a ritenere che nel paniere analizzato la performance di sostenibilità non dipende dal peso attribuito agli obiettivi ESG all'interno dei piani retributivi dei dirigenti.

È stato quindi costruito un ulteriore modello per testare se la performance di sostenibilità delle imprese dipenda dalla presenza o meno di obiettivi ESG all'interno dei piani retributivi dei dirigenti.

Tabella 1 Riepilogo regressione lineare FTSE Mid Cap

		Modello 5
		<i>ANOVA</i>
<i>F</i>		4,471***
<i>Sign.</i>		0,001
		<i>Coefficienti^a</i>
<i>(Costante)</i>		-45,591
		0,393
<i>Environmental Innovation Score</i>		0,115**
		0,044
<i>Ln Market Cap</i>		3,715
		0,142
<i>ROI</i>		0,236
		0,168
<i>EBITDA margin</i>		0,133
		0,307
<i>Current ratio</i>		2,297**
		0,044
<i>Sustainability Compensation Incentives</i>		14,402***
		0,001
<i>R</i>		,620 ^a
<i>R-quadrato</i>		0,384
<i>R-quadrato adj.</i>		0,298

*** indica un livello di significatività p all'1%

** indica un livello di significatività p all'5%

* indica un livello di significatività p all'10%

Il modello di regressione ha un coefficiente di determinazione (R-quadrato) di 0,384, il che indica che il 38,4% della variabilità nel punteggio ESG combinato può essere spiegato dalle variabili indipendenti considerate nel modello.

L'R-quadrato adj. è 0,298, suggerendo una buona adeguatezza del modello ai dati.

L'ANOVA mostra che il modello di regressione è complessivamente significativo. La statistica F calcolata è 4,471, con un valore p associato di 0,001.

Il valore p inferiore al livello di significatività comune (0,05) indica che il modello di regressione è statisticamente significativo.

In altre parole, esiste una probabilità molto bassa che l'osservazione di una statistica F così elevata sia dovuta al caso.

Questo implica che almeno una delle variabili indipendenti incluse nel modello ha un effetto significativo sul punteggio ESG combinato, confermando che almeno una delle variabili indipendenti è un buon predittore del punteggio ESG combinato.

L'analisi dei coefficienti di regressione rivela che la capitalizzazione di mercato, il rendimento del capitale investito e il margine di EBITDA non hanno un impatto statisticamente significativo sul punteggio ESG combinato nel campione analizzato.

Risultano invece statisticamente significativi l'indice di liquidità primaria, il punteggio di innovazione ambientale e la presenza di incentivi legati alla sostenibilità nella retribuzione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

Il coefficiente non standardizzato dell'indice di liquidità primaria di 2,297 indica che un aumento dell'indice di liquidità primaria è associato a un aumento nel punteggio ESG combinato.

Il punteggio di innovazione ambientale ha coefficiente non standardizzato pari a 0,115 che indica che un aumento del punteggio di innovazione ambientale è associato a un aumento nel punteggio ESG combinato.

Infine, la presenza di incentivi retributivi legati ad obiettivi ESG risulta avere il rilievo statistico maggiore tra le variabili dipendenti considerate ($p = 0,001$).

Il coefficiente non standardizzato di tale variabile è pari a 14,402 suggerisce che gli incentivi alla retribuzione per la sostenibilità hanno un forte impatto positivo sul punteggio ESG combinato.

In conclusione, dai risultati dell'analisi emerge che nel paniere considerato, le società che investono in innovazione ambientale e che legano i compensi dei dirigenti agli obiettivi di sostenibilità tendono ad avere migliori performance ESG.

6.1. *Un confronto con le imprese appartenenti all'indice FTSE MIB e FTSE Small Cap*

Allo scopo di offrire maggiore validità statistica ai risultati ottenuti nel modello di regressione esaminato nel paragrafo precedente, tale analisi statistica è stata replicata su un campione più ampio che include le società appartenenti agli indici FTSE MIB e FTSE Small Cap (Modello 1), su un campione che include esclusivamente le società appartenenti all'indice FTSE MIB (Modello 2) ed un campione che include esclusivamente le società appartenenti all'indice FTSE Small Cap (Modello 3).

Tabella 14: Riepilogo regressione lineare FTSE Mid Cap/FTSE Small Cap/FTSE MIB

Modello	Coefficienti ^a		
	1	2	3
	FTSE MID CAP/ FTSE MIB/ FTSE SMALL CAP	FTSE MIB	FTSE SMALL CAP
<i>(Costante)</i>	-8,689	155,331	-52,529
	0,627	0,058	0,255
<i>Margine EBITDA</i>	0,11	0,297	-0,013
	0,263	0,147	0,939
<i>ROI</i>	-0,043	0,154	-0,071
	0,458	0,818	0,324
<i>Current Ratio</i>	2,935	-3,813	2,954
	0,213	0,344	0,546
<i>Sustainability Compensation Incentives</i>	15,022***	-6,594	16,384***
	0,000	0,435	0,003
<i>Environmental Innovation Score</i>	0,136***	0,107	0,190
	0,007	0,336	0,103
<i>LN Market Cap</i>	2,052***	-4,136	4,395***
	0,038	0,234	0,08
<i>R</i>	,710 ^a	,491 ^a	,723 ^a
<i>R-quadrato</i>	0,504	0,241	0,523
<i>R-quadrato adj.</i>	0,468	-0,026	0,434

*** indica un livello di significatività p all'1%

** . indica un livello di significatività p all'5%

*. indica un livello di significatività p all'10%

L'analisi del primo modello ha rivelato risultati simili a quelli osservati esaminando esclusivamente le società del FTSE Italia Mid Cap.

I risultati sembrano in parte confermare la generalizzabilità delle relazioni individuate nel contesto delle società del FTSE Italia Mid Cap anche quando si estende l'analisi a un campione più ampio e diversificato.

La performance di sostenibilità sembra dipendere maggiormente dalla capitalizzazione di mercato rispetto all'indice di liquidità primaria che perde di rilevanza statistica se si considera un campione più ampio di società.

La presenza di una correlazione positiva tra la presenza di obiettivi ESG all'interno dei piani retributivi dei dirigenti e il coefficiente di innovazione ambientale con l'ESG Combined Score in un insieme di dati più rappresentativo delle diverse dimensioni aziendali e settori economici suggerisce che tali predittori sono effettivamente rilevanti per migliorare le performance ESG su scala più ampia.

L'analisi del secondo e del terzo modello che considerano esclusivamente le società appartenenti all'indice FTSE MIB e all'indice FTSE Small Cap ha portato invece a risultati contrastanti che meritano una discussione approfondita.

Il modello relativo al FTSE MIB presenta un valore di R di 0,491 e un R-quadrato di 0,241, indicando una debole correlazione tra le variabili indipendenti considerate e la variabile dipendente. Inoltre, il R-quadrato aggiustato è negativo (-0,026), suggerendo che il modello potrebbe non essere adeguato.

L'analisi dei coefficienti mostra che nessuna delle variabili indipendenti ha un effetto significativo sul modello, con p-value tutti superiori a 0,05.

Al contrario, il modello per il FTSE Small Cap mostra un valore di R di 0,723 e un R-quadrato di 0,523, indicando una correlazione più forte tra le variabili.

Il R-quadrato adj. è di 0,434, segnalando che il modello spiega meglio la variabilità dei dati rispetto a quello del FTSE MIB.

Nell'analisi dei coefficienti, si osserva che la variabile relativa alla presenza o all'assenza di incentivi legati alla sostenibilità nei piani retributivi degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche ha un effetto significativo (p-value < 0,05) con un beta non standardizzato di 16,384, indicando un forte impatto positivo sul modello, addirittura superiore rispetto a quanto osservato nelle società appartenenti all'indice FTSE Mid Cap.

Risulta altresì avere un effetto positivo sulla performance di sostenibilità del paniere considerato la capitalizzazione di mercato, mentre le altre variabili non risultano significative.

La differenza nei risultati conducendo la medesima analisi di regressione lineare sulle società appartenenti all'indice FTSE MIB, Mid Cap e Small Cap può essere attribuito a diversi fattori.

In particolare, le strutture organizzative più flessibili e meno burocratiche delle società a minore capitalizzazione, potrebbero garantire una maggiore reattività e adattabilità ai cambiamenti strategici, inclusa l'adozione di pratiche sostenibili.

A ciò si aggiunge che il maggiore coinvolgimento degli amministratori esecutivi nella gestione corrente (*day-to-day management*) nelle società di minori dimensioni potrebbe fare sì che essi siano maggiormente capaci di influenzare direttamente le pratiche aziendali e culturali, rendendo così gli incentivi alla sostenibilità più efficaci.

Al contrario, nelle imprese di grandi dimensioni, le complessità organizzative, le catene di comando più lunghe e la possibile dispersione degli incentivi tra numerosi dirigenti possono attenuare l'impatto diretto degli incentivi alla sostenibilità sulla *performance* complessiva della società.

Tali fattori potrebbero quindi spiegare la maggiore correlazione tra gli incentivi legati alla sostenibilità nei piani retributivi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche con la *performance* ESG dell'impresa nelle società a capitalizzazione minore rispetto alle società a capitalizzazione maggiore.

6.2. Un confronto con le imprese di media capitalizzazione quotate sulla Borsa di Londra, Parigi e Francoforte

Il modello di regressione è stato successivamente ripetuto su tre diversi campioni di imprese estere, quotate rispettivamente nella Borsa di Parigi (Modello 1), di Francoforte (Modello 2) e di Londra (Modello 3).

Sono state selezionate imprese che rispecchiassero il *range* di valori relativo alla capitalizzazione di mercato, l'indice di liquidità primaria, il coefficiente di rischio sistemico, l'ESG Combined Score e l'Environmental Innovation Score simile al *range* osservato in tali valori nell'indice FTSE Italia Mid Cap, al fine di rendere i risultati della regressione comparabili.

Inoltre, sono state selezionate le società quotate sulla Borsa di Londra, Francoforte e Parigi a causa delle affinità che sussistono nella regolamentazione in materia di sostenibilità e retribuzione.

Nei paesi in cui sono quotate le imprese oggetto di analisi, sono in vigore normative che recepiscono all'interno degli ordinamenti nazionali la disciplina unionale in materia di sostenibilità e retribuzione sostenibile.

Inoltre, i relativi Codici di *corporate governance* contengono similamente al Codice di corporate governance italiano disposizioni che incentivano il perseguimento del successo sostenibile anche attraverso la corresponsione di incentivi legati alla sostenibilità nei piani retributivi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche¹¹⁹.

Dalle analisi condotte emergono similarità, seppur con alcune differenze, rispetto alla correlazione tra incentivi legati alla sostenibilità nella retribuzione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche tra i risultati del modello di regressione condotto sulle imprese appartenenti al FTSE Italia Mid Cap.

Tabella 15: Riepilogo regressione Francia Mid Cap/ Germania Mid Cap/ UK Mid Cap

1

2

3

¹¹⁹ L'UK Corporate Governance Code raccomanda che la remunerazione dei dirigenti sia allineata con gli interessi a lungo termine degli azionisti e che tenga conto delle performance non finanziarie, inclusi gli obiettivi di sostenibilità. Similmente, il Deutscher Corporate Governance Kodex e il Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées includono disposizioni che favoriscono l'inclusione di obiettivi di sostenibilità nei piani retributivi, promuovendo una cultura aziendale orientata al successo sostenibile.

Nello specifico il Principio A dello UK Corporate Governance Code prevede che: *“un'impresa di successo è guidata da un consiglio direttivo efficace e imprenditoriale, il cui ruolo è promuovere il successo sostenibile a lungo termine della compagnia, generando valore per gli azionisti e contribuendo alla società nel suo complesso”*.

Il Principio P inoltre prevede che: *“Le politiche e le pratiche di remunerazione dovrebbero essere concepite in modo da sostenere la strategia e promuovere il successo sostenibile a lungo termine. La remunerazione dei dirigenti dovrebbe essere allineata allo scopo e ai valori dell'azienda ed essere chiaramente collegata al successo della realizzazione della strategia a lungo termine dell'azienda”*

La raccomandazione A.1. del Deutscher Corporate Governance Kodex come riformato nel 2022 specifica che: *“Il Consiglio di amministrazione deve identificare e valutare sistematicamente i rischi e le opportunità associati ai fattori sociali e ambientali. opportunità associate a fattori sociali e ambientali, nonché l'impatto ecologico e sociale delle attività dell'impresa. impatti ecologici e sociali delle attività dell'impresa. Oltre agli obiettivi economici a lungo termine, la strategia aziendale deve tenere in adeguata considerazione anche gli obiettivi ecologici e sociali. considerazione gli obiettivi ecologici e sociali. La pianificazione aziendale deve pianificazione aziendale deve includere i corrispondenti obiettivi finanziari e di sostenibilità.”* Inoltre, per quanto riguarda le politiche retributive, il Codice specifica che: *“la struttura retributiva delle società quotate deve essere orientata allo sviluppo sostenibile e a lungo termine della società”* (Principio 24) e che *“i criteri di performance finanziaria e non finanziaria sono rilevanti ai fini della di remunerazione variabile”* (G.1.).

Il Codice di Corporate Governance francese al punto 1.1. specifica che: *“Il Consiglio di Amministrazione svolge i compiti attribuiti dalla legge e agisce in ogni momento nell'interesse sociale. Si impegna a promuovere la creazione di valore a lungo termine da parte dell'azienda tenendo conto degli aspetti sociali e ambientali delle sue attività. Se del caso, propone qualsiasi modifica statutaria che ritenga opportuna.”* Inoltre, al punto 5 specifica che: *“su proposta della direzione esecutiva, il Consiglio di amministrazione stabilisce orientamenti strategici pluriennali in materia di responsabilità sociale e ambientale. La direzione esecutiva sottopone al Consiglio di amministrazione le misure di attuazione della presente strategia, con un piano d'azione e i tempi entro i quali tali azioni saranno realizzate. La direzione esecutiva informa annualmente il consiglio di amministrazione dei risultati raggiunti. Per quanto riguarda le questioni legate al clima, questa strategia è accompagnata da obiettivi precisi definiti per diversi orizzonti temporali. Il consiglio di amministrazione riesamina annualmente i risultati conseguiti e l'eventuale pertinenza dell'adeguamento del piano d'azione o della modifica degli obiettivi alla luce, tra l'altro, dell'evoluzione della strategia della società, delle tecnologie, delle aspettative degli azionisti e della capacità economica di attuarli.”*

<i>Modello</i>	FRANCIA MID CAP	GERMANIA MID CAP	UK MID CAP
<i>(Costante)</i>	-14,68	-56,733	-66,945
	0,373	0,106	0,048
<i>LN Market Cap</i>	3,096***	5,333***	5,123***
	0,000	0,002	0,002
<i>Current Ratio</i>	-1,499	-2,962	-1,184
	0,41	0,061	0,314
<i>Environmental Innovation Score</i>	0,113***	0,150***	0,097***
	0,018	0,001	0,025
<i>ROI</i>	-0,125	0,105	-0,041
	0,358	0,463	0,585
<i>Margine EBITDA</i>	-0,002	-0,24	0,123
	0,981	0,081	0,159
<i>Sustainability Compensation Incentives</i>	6,710***	6,119***	12,365***
	0,029	0,027	0,001
<i>R</i>	,569 ^a	,553 ^a	,592 ^a
<i>R-quadrato</i>	0,323	0,306	0,350
<i>R-quadrato adj.</i>	0,28	0,252	0,301

*** indica un livello di significatività p all'1%

** . indica un livello di significatività p all'5%

*. indica un livello di significatività p all'10%

Per quanto riguarda le imprese di media capitalizzazione quotate sul mercato francese il modello di regressione ha un valore di R pari a 0,569, indicando una correlazione moderata tra le variabili indipendenti e la variabile dipendente.

L'R-quadrato di 0,323 suggerisce che il modello spiega il 32,3% della variabilità nella performance aziendale, con un R-quadrato adj. di 0,280.

Dall'analisi dei coefficienti inoltre emerge che gli incentivi retributivi legati alla sostenibilità hanno un coefficiente non standardizzato di 6,710 con una significatività di $p=0,029$.

Anche il punteggio di innovazione ambientale e la capitalizzazione di mercato hanno un impatto significativo con un valore p rispettivamente di 0,018 e 0,000, mentre l'indice di liquidità primaria, il ROI e il margine EBITDA non risultano predittori statisticamente significativi.

In Germania, il modello ha mostrato un R-quadrato di 0,306, leggermente inferiore rispetto a quello francese.

Anche in questo caso, l'Environmental Innovation Score e gli incentivi legati alla sostenibilità e la capitalizzazione di mercato hanno un impatto significativo sulla performance di sostenibilità e una significatività elevata (rispettivamente di $p=0,001$, $p=0,027$ e $p=0,002$) mentre le variabili finanziarie considerate (Current ratio, margine EBITDA, ROI) non assumono una rilevanza statisticamente significativa rispetto alla performance di sostenibilità.

Infine, per quanto riguarda le società quotate nel Regno Unito, il modello di regressione ha evidenziato un R-quadrato di 0,350, il più alto tra i tre paesi, suggerendo che il modello spiega il 35% della variabilità dei dati.

In questo caso, gli incentivi legati alla sostenibilità sono risultati essere il fattore più influente con un valore del coefficiente non standardizzato pari a 12,365 e una significatività molto elevata ($p<0,001$).

Come per le imprese tedesche la capitalizzazione di mercato e l'Environmental Innovation Score hanno mostrato un impatto significativo mentre non sussiste una correlazione statisticamente significativa tra la performance di sostenibilità e l'indice di liquidità primaria, il ROI e il margine di EBITDA delle singole imprese.

Tirando le somme, i risultati delle regressioni condotte su imprese quotate in Germania, Francia e UK simili per caratteristiche finanziarie alle imprese appartenenti all'indice FTSE Mid Cap della Borsa di Milano confermano l'importanza degli incentivi di compensazione legati alla sostenibilità per la performance ESG delle imprese seppur con variazioni nel grado di impatto e significatività.

I risultati altresì confermano che le imprese che hanno investito in tecnologie e sistemi di gestione innovative sul piano ambientale riescono ad ottenere performance in materia di sostenibilità migliori rispetto alle concorrenti, mentre non risulta sussistere una correlazione tra performance di sostenibilità e variabili prettamente finanziarie quali l'indice di liquidità primaria e il ROI e il margine EBITDA.

7. Conclusioni

Come si è evidenziato nel corso di questa tesi, il numero di società che incentivano il proprio management a perseguire obiettivi non finanziari sostenibili, parallelamente ai più tradizionali obiettivi finanziari, è in costante aumento.

Questa tendenza riflette un cambiamento culturale e strategico significativo nel modo in cui le imprese operano e competono.

Con l'aumentare dell'attenzione regolatoria sull'ESG, il continuo *focus* degli investitori su pratiche sostenibili, la crescente sensibilità dei consumatori verso la sostenibilità e l'agenda normativa dell'Unione Europea in evoluzione, diventa evidente la pressione sulle imprese affinché il *business model* incorpori una strategia ESG ben ponderata e comunicata efficacemente agli *stakeholder*.

Gli obiettivi ESG, rendicontati in base a metriche efficaci e standardizzate, diventano così parametro anche della retribuzione del *management*, e si dimostrano così utili nel risolvere i problemi di *agency* del terzo millennio: orientando la *governance* verso la tutela dello *stakeholders' value*.

Come è emerso dalle indagini statistiche svolte in questo lavoro sussiste infatti una correlazione positiva tra la presenza di obiettivi ESG negli schemi retributivi degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche e la performance in ambito ESG delle imprese esaminate.

Questo dato conferma l'efficacia di tali politiche retributive nel promuovere pratiche aziendali sostenibili, evidenziando come l'integrazione di criteri ESG possa favorire un miglioramento concreto nelle performance ambientali, sociali e di governance.

In sintesi, l'integrazione di obiettivi ESG nelle politiche retributive del *management* può rafforzare la credibilità delle società, migliorare la trasparenza e la responsabilità, e contribuire a una crescita sostenibile e responsabile a lungo termine.

Le imprese, indipendentemente dalle loro dimensioni, stanno riconoscendo che il successo futuro dipende sempre più dalla loro capacità di rispondere ad aspettative sociali e ambientali, oltre che economiche, dimostrando così un impegno autentico e tangibile verso la sostenibilità.

Tali considerazioni generano ottimismo sulla crescente consapevolezza del mercato italiano e degli *stakeholders* sull'importanza di una crescita sostenibile (e misurabile).

Bibliografia

1. ALMICI A., *does sustainability in executive remuneration matter? The moderating effect of Italian firms' corporate governance characteristics*, (2023), *Meditari Accountancy Research* Vol. 31 No. 7
2. ALSHEHHI A., H. NOBANEE, N. KHARE, *The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential*, (2018), *Sustainability*, Vol 10 Issue 2.
3. ANGELICI C., *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, (2018), *Rivista delle società* n. 1/2018
4. ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, (2021), *Note e Studi* n.6.
5. BALLERINI G., *Profili ESG e politiche di remunerazione*, (2023), *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, n. 6
6. BANSAL P., K. ROTH, *Why Companies Go Green: A Model of Ecological Responsiveness*, (2000), *The Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 4
7. BEBCHUK L., R. TALLARITA, *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation*, (2022), *Journal of Corporation Law* 48
8. BELCREDI M., S. BOZZI, CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay* (2015), *Quaderno della Consob* n.81
9. BELCREDI M., S. BOZZI, *Rapporto Fin-Gov sulla Corporate Governance in Italia*, (2023), *EDUCatt* 2023
10. BELSOM T., C. WEARMOUTH, *Screening*, UNPRI, unpri.org.
11. BERTRAND M., E S. MULLAINATHAN, in, *Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are*, (2001), *Quarterly Journal of Economics*
12. BONDARENKO P., *Enron Scandal*, (2022), <https://www.britannica.com/event/Enron-scandal>

13. BUDDE J., *Performance Measure Congruity and the Balanced Scorecard*, (2007) 45(3) *Journal of Accounting Research*
14. CALANDRA BUONAURA V., *Commentario Breve al Testo Unico della Finanza*, (2020), Cedam, Collana Breviaria Iuris.
15. CAMPOBASSO M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, (2011), *Riv. Soc.* 4/2011
16. CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, http://images.rivistaodc.eu/f/articoli/157_articolo_h4vp2_ORIZZONTI.pdf
17. CAPELLI I., *Le Remunerazioni*, (2020), contenuto nel volume *Testo Unico Finanziario Vol. 2* di M. Cera – G. Presti, Zannichelli
18. CARNEY M., *Breaking the Tragedy of the Horizon - climate change and financial stability*, (2015), <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>
19. CAVACO S. ET AL., *Corporate Social Responsibility and Governance: The Role of Executive Compensation*, (2020), *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*
20. CERRATO A. in *Appunti per una “via italiana” all'ESG. L'impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, (2022), *Analisi giuridica dell'economia*, 1
21. CHILOIRO A., *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, (2022), *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1
22. COHEN S., I. KADACH, G. ORMAZABAL, *Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*, (2022) *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 825/2022*, *Journal of Accounting Research*
23. CORE J., W. GUAY, D. LARCKER, *Executive equity compensation and incentives: A survey*, (2003), *Economic Policy Review*

24. CULLEN J., J. MÄHÖNEN, *Taming Unsustainable Finance. The Perils of Modern Risk Management*, in Beate Sjøfjell/Christopher M. Bruner (eds.), (2019), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, Cambridge.
25. D'ALESSANDRO F., *il mantello di san martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello t, senza dimenticare Robin hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, (2022), *Rivista di diritto civile*, Volume 68
26. D'ANGERIO V., *Clima, Black Rock compila la lista nera: bocciate 244 società*, (2020), in *Il Sole-24 Ore*, [Clima, BlackRock compila la lista nera delle società e boccia 244 colossi - Il Sole 24 ORE](#)
27. DELMAS M.; V. BURBANO, *The Drivers of Greenwashing*, (2011), *California Management Review* 54
28. DELOITTE, *Global survey on reputation risk*, (2014), consultabile presso: <
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Governance-RiskCompliance/gx_grc_Reputation@Risk%20survey%20report_FINAL.pdf>
29. DENOZZA F. *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, (2010), in ricordo di Pier Giusto Jaeger : atti del convegno, Milano, 9 ottobre 2009
30. DHALIWAL, O. Z.LI, A. TSANG, Y. G. YANG, *Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency*, (2014), *Journal of accounting and public policy*, Vol 33 no.4
31. ECONOMIDOU C., D. GOUNOPOULOS, D. KONSTANTIOS, e E. TSIRITAKIS in *Is sustainability rating material to the market?* (2023), *Financial Management*, 52
32. EDMANS A., *Grow the Pie. How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, (2020), Cambridge University Press
33. EISENKOPF J., S. JURANEK, U. WALZ in *Responsible Investment and Stock Market Shocks: Short-Term Insurance without Persistence*, (2022), *British Journal of Management* J. Rogers, Clarendon Press.

34. FERRARINI G., *Corporate Purpose and Sustainability*, (2020), Ecgi, Law Working Paper N° 559/2020
35. FERRARINI G., M. C. UNGUREANU, *Executive Remuneration*, (2018), in Jeffrey N. Gordon, and Wolf-Georg Ringe (eds), *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford Handbooks).
36. FERRARINI G., N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, (2005), *Rivista delle Società*, Volume 2
37. FLAMMER C. ET AL., *Corporate Governance and the Rise of Integrating Corporate Social Responsibility Criteria in Executive Compensation: Effectiveness and Implications for Firm Outcomes*, (2019), *Strategic Management Journal*
38. FREEMAN R., K. B. PALMAR, *Stakeholder capitalism*, (2007), *Journal of business ethics*, Vol.74, num. 4
39. GODFREY P. C., *the relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: a risk management perspective*, (2005), *The Academy of Management Review*, 30(4)
40. GORDON J.N., *Systematic Stewardship*, (2021), Law Working Paper N° 566/2021, <https://www.ecgi.global/sites/default/files/Systematic%20Stewardship%20.pdf>
41. GRECO M., *Tinteggiare di verde la propria reputazione può costare caro*, (2021) in *Il Sole 24 ore*, <https://www.ilsole24ore.com/art/tinteggiare-verde-propria-reputazione-puo-costare-caro-AEgrF2u>
42. GREENING D.W., D.B. TURBAN, *Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce*, (2000), *Business and Society*, 39 (3)
43. HO V. H., *Enlightened shareholder value: Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide*, (2010), *J. Corp. L.*, Vol. 36
44. HONG B.; Z. LI E D. MINOR in *Corporate Governance and Executive Compensation for Corporate Social Responsibility*, (2016), *Journal of Business Ethics* 136

45. JENSEN M., K. MURPHY, *Performance Pay and Top Management Incentives*, (1990), Journal of Political Economy
46. JENSEN M., K. MURPHY, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, (2004), ECGI Finance Working Paper No 44/2004.
47. JENSEN M., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, (2010), 22 Journal of Applied Corporate Finance 32, (2002) 12 Business Ethics Quarterly
48. JENSEN M.C. e W. H. MECLING In *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, (1976), Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 4.
49. JOHNSTON A., *Facing up to social cost: the real meaning of corporate social responsibility*, (2011), Griffith Law Review, Vol 20, Num. 1
50. KANAMURA T. in *Risk Mitigation and Return Resilience for High Yield Bond ETFs with ESG Components*, (2020), Finance Research Letters 41(5)
51. KAPLAN R. S., D. P. NORTON, *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, (1996), Harvard Business School Press
52. LEGAL & GENERAL INVESTMENT MANAGEMENT, *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles*, (2021), [://www.lgim.com/landg-assets/lgim/_document-library/capabilities/lgim-global-corporate-governance-and-responsible-investment-principles.pdf](https://www.lgim.com/landg-assets/lgim/_document-library/capabilities/lgim-global-corporate-governance-and-responsible-investment-principles.pdf)
53. M. PORTER and M. KRAMER, *Creating Shared Value: How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth*, (2011), Harvard Business Review 3
54. MARCHETTI P., *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, (2020), Rivista delle società, Vol.1
55. MARCHETTI P., *L'ultima raccomandazione dell'Unione Europea e i Principi del Financial Stability Board in tema di Executive Compensation*, (2010), Il Risparmio.

56. MARQUIS C.; M. TOFFEL; Y. ZHOU, *Scrutiny, Norms and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing*, (2016), *Organizational Science* 27
57. MASSA I., *the impact of the global financial crisis: What does this tell us about state capacity and political incentives to respond to shocks and manage risks?* (2009), Overseas development Institute, https://assets.publishing.service.gov.uk/media/57a08a80e5274a31e000062e/60895-part1_crisis_lit_review-effects_of_GFC.pdf
58. MAYER C., *Prosperity*, (2018), Oxford University Press
59. MONTALENTI P., *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, (2024), in *Impresa e sostenibilità* a cura di Paolo Montalenti
60. MONTALENTI P., *l'interesse sociale*, (2018), *Rivista delle società*
61. NIELSEN, *The sustainability imperative: new insight on consumer expectations*, (2015), https://www.nielsen.com/wpcontent/uploads/sites/3/2019/04/Global20Sustainability20Report_October202015.pdf
62. PIGOU A.C., *The Economics of Welfare*, (1920), 4^a edizione, Macmillan 1932.
63. POLLIO M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo 114 bis Tuf.*, (2009), in *Giur. comm.*
64. POLLMAN E., *The Making and Meaning of ESG*, (2022), ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N° 659/2022
65. POZZATO N., in *osservatorio - gli obiettivi non finanziari nelle politiche di remunerazione degli amministratori di società italiane appartenenti all'indice FTSE MIB: un'analisi empirica*, (2023), Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza, Vol. 76, n. 3
66. RATTI S., M. ARENA, G. AZZONE, L. DELL'AGOSTINO, *Environmental claims and executive compensation plans: Is there a link? An empirical investigation of Italian listed companies*, (2023), *Journal of Cleaner Production*, Volume 422

67. RICCHETTI C., *Corporate Governance - Say On Climate, dall'attivismo all'obbligo: nuovi doveri degli amministratori*, (2023), Rivista dei Dottori Commercialisti, fasc.1
68. RIMINI E., *Sostenibilità e nuova governance delle imprese azionarie nel diritto interno e comunitario tra realtà, criticità e prospettive*, (2024), Giurisprudenza Commerciale, fasc.2
69. ROSSI S., *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, (2021), Orizzonti del Diritto Commerciale ,99 Fascicolo 1, 2021
70. SCHWAB K., *we must move on from neoliberalism in the post-Covid era*, (2020), <https://www.weforum.org/agenda/2020/10/coronavirus-covid19-recovery-capitalism-environment-economics-equality/>
71. SMITH A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, (1776), Chicago: University of Chicago Press, 1977.
72. SMITH A., *The Theory of Moral Sentiments*, (1759), a cura di Knud Haakonssen, Cambridge University Press, 2002.
73. SNAPKA P., A. COPIKOVA, *Balanced Scorecard and Compensation*, (2011), International Conference on Business and Economics Research
74. SONNATI S., *la trasparenza e la sostenibilità della retribuzione dei top manager tra diritto finanziario, corporate governance e profili giuslavoristici*, (2023), Diritto delle relazioni industriali
75. SPIESSHOFER B., *Responsible Enterprise. The Emergence of a Global Economic Order*, (2018), Beck C. H.; 1° edizione (17 gennaio 2018)
76. STELLA RICHTER M., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, (2022), Rivista delle Società
77. STELLA RICHTER M., *Longterminism*, (2021), In Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo, Giappichelli 2021
78. STELLA RICHTER M., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, (2021), Giurisprudenza Commerciale

79. STIGLITZ D. J., *Moving beyond market fundamentalism to a more balanced economy*, (2009), *Annals of Public and Cooperative Economics*, Vol 80, Issue 2009
80. STRAMBELLI G., *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato, E.R. Desana, Giappichelli Editore 2022
81. THE GRANTHAM RESEARCH INSTITUTE ON CLIMATE CHANGE AND THE ENVIRONMENT, *Global Trends in Climate Change Legislation and Litigation*, (2017), www.lse.ac.uk/GranthamInstitute/wp-content/uploads/2017/
82. TOMBARI U., L. ALESSANDRO, *Il “nuovo” Codice di Corporate Governance delle società quotate: prime riflessioni*, (2020), in *IlSocietario.it*, <http://ilsocietario.it/articoli/focus/il-nuovo-codice-di-corporate-governance-delle-societ-quotate-prime-riflessioni>
83. TOMBARI U., *lo “scopo di società”: significati e problemi di una categoria giuridica*, (2023), *Riv. Soc.*, fascicolo 2-3

Appendice 1: Matrici di analisi delle società appartenenti all'indice FTSE Mid Cap Italia

<i>Nome</i>	<i>Settore</i>	<i>p. di un azionista di controllo</i>	<i>p. pubblica</i>	<i>STIP o LTIP AMM. ES.</i>	<i>STIP o LTIP DRS</i>	<i>STIP AMM.E S.</i>	<i>STIP DRS</i>	<i>LTIP AMM. ES.</i>	<i>LTIP DRS</i>
<i>Juventus FC SpA</i>	Arts, Entertainment, and Recreation	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>Lottomatica Group SpA</i>	Arts, Entertainment, and Recreation	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Maire SpA</i>	Construction	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Salcef Group SpA</i>	Construction	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00
<i>Webuild SpA</i>	Construction	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00
<i>Anima Holding SpA</i>	Finance and Insurance	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Banca Generali SpA</i>	Finance and Insurance	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Banca IFIS SpA</i>	Finance and Insurance	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>BFF Bank SpA</i>	Finance and Insurance	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Credito Emiliano SpA</i>	Finance and Insurance	1,00	0,00						
<i>Multiply Group SpA</i>	Finance and Insurance	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Tamburi Investment Partners SpA</i>	Finance and Insurance	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Arnoldo Mondadori Editore SpA</i>	Information	1,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>MFE-MEDIAFOR EUROPE NV</i>	Information	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00
<i>Rai Way SpA</i>	Information	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Tinexta SpA</i>	Information	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Ariston Holding NV</i>	Manufacturing	1,00	0,00						
<i>Brembo NV</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00
<i>Buzzi SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00
<i>Caltagirone SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Carel Industries SpA</i>	Manufacturing	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Cembre SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Cementir Holding NV</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>CIR SpA - Compagnie Industriali Riunite</i>	Manufacturing	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00

<i>Comer Industries SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Danieli & C Officine Meccaniche SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00
<i>De' Longhi SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>El En SpA</i>	Manufacturing	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Ferretti SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Fincantieri SpA</i>	Manufacturing	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>GVS SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Industrie De Nora SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Intercos SpA</i>	Manufacturing	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Italian Sea Group SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Lu-Ve SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>OVS SpA</i>	Manufacturing	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>Pharmanutra SpA</i>	Manufacturing	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Piaggio & C SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Piovan SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Saes Getters SpA</i>	Manufacturing	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Salvatore Ferragamo S.p.A.</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	1,00
<i>Sanlorenzo SpA</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>Saras SpA</i>	Manufacturing	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>Seco SpA</i>	Manufacturing	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>SOL S.p.A.</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00	1,00	0,00
<i>Technogym S.p.A.</i>	Manufacturing	1,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	1,00
<i>Technoprobe S.p.A.</i>	Manufacturing	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Tod's S.p.A.</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Zignago Vetro S.p.A.</i>	Manufacturing	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>d'Amico International Shipping SA</i>	Mining, Quarrying, and Oil and Gas Extraction	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00
<i>Digital Value S.p.A.</i>	Professional, Scientific, and Technical Services	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Philogen S.p.A.</i>	Professional, Scientific, and Technical Services	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>Reply S.p.A.</i>	Professional, Scientific, and Technical Services	1,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Enav S.p.A.</i>	Transportation and Warehousing	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Acea SpA</i>	Utilities	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00

<i>Alerion Clean Power S.p.A.</i>	Utilities	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Ascopiave S.p.A.</i>	Utilities	1,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Iren S.p.A.</i>	Utilities	0,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<i>Marr S.p.A.</i>	Wholesale Trade	1,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Sesa S.p.A.</i>	Wholesale Trade	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00

<i>Nome</i>	<i>Investimenti in prodotti o progetti legati alla sostenibilità</i>	<i>Miglioramento della performance in materia di economia circolare</i>	<i>Consumer satisfaction</i>	<i>Riduzione impatto ambientale</i>	<i>Sviluppo e sicurezza del capitale umano</i>	<i>Inclusion e e alla riduzione della disparità di genere</i>	<i>Obiettivi generici/non specifici</i>	<i>Miglioramento dei rating ESG</i>
<i>Juventus FC S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Lottomatica Group S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Maire S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Salcef Group S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Webuild S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Anima Holding S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Banca Generali S.p.A.</i>	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>Banca IFIS S.p.A.</i>	1,00	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00
<i>BFF Bank S.p.A.</i>	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00
<i>Credito Emiliano S.p.A.</i>	1,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00
<i>Multiply Group S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Tamburi Investment Partners S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.</i>	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00
<i>MFE-MEDIAFORE UROPE NV</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>Rai Way S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Tinexta S.p.A.</i>	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Ariston Holding NV</i>								
<i>Brembo NV</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
<i>Buzzi S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Caltagirone S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Carel Industries S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Cembre S.p.A.</i>	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Cementir Holding NV</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>CIR S.p.A. - Compagnie Industriali Riunite Comer S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Danieli & C Officine Meccaniche S.p.A.</i>	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	1,00
	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	1,00	0,00

<i>De' Longhi S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>El En S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00	0,00
<i>Ferretti S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Fincantieri S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00
<i>GVS S.p.A.</i>	1,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Industrie De Nora S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00	1,00
<i>Intercos S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Italian Sea Group S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Lu-Ve S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>OVS S.p.A.</i>	0,00	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,00	1,00
<i>Pharmanutra S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Piaggio & C S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Piovan S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Saes Getters S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Salvatore Ferragamo S.p.A.</i>	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00
<i>Sanlorenzo S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Saras S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	1,00
<i>Seco S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>SOL S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Technogym S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00
<i>Technoprobe S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Tod's S.p.A.</i>	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Zignago Vetro S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
<i>d'Amico International Shipping SA</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Digital Value S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Philogen S.p.A.</i>	1,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>Reply S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Enav S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Acea S.p.A.</i>	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Alerion Clean Power S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00
<i>Ascopiave S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Iren S.p.A.</i>	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	0,00	0,00
<i>Marr S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
<i>Sesa S.p.A.</i>	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	1,00

Nome	% ESG STIP AMM.ES.	% ESG STIP DRS	%ESG LTIP AMM. ES.	%ESG LTIP DRS
<i>Juventus FC S.p.A.</i>	0,10	0,08	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Lottomatica Group S.p.A.</i>	0,20	0,20	0,10	0,10
<i>Maire S.p.A.</i>	0,15	0,15	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO
<i>Salcef Group S.p.A.</i>	0,15	NON PRESENTE	0,15	0,15
<i>Webuild S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON SPECIFICATO	0,20	0,20
<i>Anima Holding S.p.A.</i>	0,09	NON SPECIFICATO	0,20	0,20
<i>Banca Generali S.p.A.</i>	0,20	0,20	0,20	0,20
<i>Banca IFIS S.p.A.</i>	0,10	0,15	0,10	0,15
<i>BFF Bank S.p.A.</i>	0,30	NON SPECIFICATO	0,10	0,10
<i>Credito Emiliano S.p.A.</i>	0,20	0,20	0,20	0,20
<i>Multiply Group S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Tamburi Investment Partners S.p.A.</i>	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	0,20	0,20
<i>Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	0,10	0,10
<i>MFE-MEDIAFOREUROPE NV</i>	0,10	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Rai Way S.p.A.</i>	0,20	0,20	0,20	0,20
<i>Tinexta S.p.A.</i>	0,10	0,10	0,10	0,10
<i>Ariston Holding NV</i>				
<i>Brembo NV</i>	0,10	NON PRESENTE	NON SPECIFICATO	NON PRESENTE
<i>Buzzi S.p.A.</i>	0,13	NON PRESENTE	NON SPECIFICATO	NON PRESENTE
<i>Caltagirone S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Carel Industries S.p.A.</i>	0,35	0,35	0,20	0,20
<i>Cembre S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	0,15	0,15
<i>Cementir Holding NV</i>	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO
<i>CIR S.p.A. - Compagnie Industriali Riunite</i>	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO
<i>Comer Industries S.p.A.</i>	0,10	0,10	0,10	0,10
<i>Danieli & C Officine Meccaniche S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON SPECIFICATO	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>De' Longhi S.p.A.</i>	0,15	0,15	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>El En S.p.A.</i>	0,30	0,27	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO
<i>Ferretti S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Fincantieri S.p.A.</i>	0,15	0,15	0,20	0,20
<i>GVS S.p.A.</i>	0,10	0,10	0,20	0,20
<i>Industrie De Nora S.p.A.</i>	0,20	0,15	0,20	0,20
<i>Intercos S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	0,20	0,20
<i>Italian Sea Group S.p.A.</i>	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO
<i>Lu-Ve S.p.A.</i>	0,13	0,13	0,10	0,10
<i>OVS S.p.A.</i>	0,30	0,30	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Pharmanutra S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Piaggio & C S.p.A.</i>	0,10	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Piovan S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	0,10	0,10
<i>Saes Getters S.p.A.</i>	0,10	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Salvatore Ferragamo S.p.A.</i>	0,20	0,10	NON PRESENTE	0,20
<i>Sanlorenzo S.p.A.</i>	0,15	0,15	NON PRESENTE	NON PRESENTE

<i>Saras S.p.A.</i>	0,20	0,20	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Seco S.p.A.</i>	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>SOL S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON SPECIFICATO	0,10	NON PRESENTE
<i>Technogym S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON SPECIFICATO
<i>Technoprobe S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Tod's S.p.A.</i>	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO	NON SPECIFICATO
<i>Zignago Vetro S.p.A.</i>	0,20	0,20	0,25	0,25
<i>d'Amico International Shipping SA</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Digital Value S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Philogen S.p.A.</i>	0,23	0,23	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Reply S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	0,08	0,08
<i>Enav S.p.A.</i>	0,15	0,15	0,10	0,10
<i>Acea S.p.A.</i>	0,10	0,10	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Alerion Clean Power S.p.A.</i>	0,05	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE
<i>Ascopiave S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	0,08	0,08
<i>Iren S.p.A.</i>	0,30	0,30	0,25	0,25
<i>Marr S.p.A.</i>	NON PRESENTE	NON PRESENTE	0,20	0,20
<i>Sesa S.p.A.</i>	NON SPECIFICATO	NON PRESENTE	NON PRESENTE	NON PRESENTE

<i>Nome</i>	<i>Ln Market Cap</i>	<i>ESG Combined Score</i>	<i>ESG Controversies Score</i>	<i>ESG Score</i>	<i>Environmental Innovation Score</i>	<i>Sustainability Compensation Incentives</i>	<i>Current Ratio</i>	<i>ROI</i>	<i>Margine EBITDA</i>
<i>Acea SpA</i>	21,91	46,37	34,38	58,37	57,69	VERO	0,77	7,67	23,00
<i>Anima Holding SpA</i>	21,16	81,48	100,00	81,48	39,95	VERO		8,88	75,48
<i>Alerion Clean Power SpA</i>	20,57						2,72	15,26	26,20
<i>Ariston Holding NV</i>	19,98	41,99	100,00	41,99	56,08	VERO	1,56		
<i>Arnoldo Mondadori Editore SpA</i>	20,27	69,37	100,00	69,37	51,32	VERO	0,95	16,69	16,16
<i>Ascopiave SpA</i>	20,14	44,35	100,00	44,35	32,05	FALSO	0,75	4,57	47,80
<i>Banca Generali SpA</i>	22,20	64,98	100,00	64,98	10,34	VERO		n.d.	n.d.
<i>Banca IFIS SpA</i>	20,86	71,87	100,00	71,87	50,00	VERO		n.d.	n.d.
<i>BFF Bank SpA</i>	21,30	61,31	100,00	61,31	0,00	VERO		n.d.	n.d.
<i>Brembo NV</i>	21,96	66,02	100,00	66,02	75,45	VERO	1,38	15,38	17,10
<i>Buzzi SpA</i>	22,69	55,81	100,00	55,81	0,00	VERO	3,24	17,75	28,24
<i>Caltagirone SpA</i>	20,35						1,59	10,75	21,45
<i>Carel Industries SpA</i>	21,45	54,60	100,00	54,60	28,49	FALSO	1,69	15,38	20,98
<i>Cembre SpA</i>	20,31	47,58	100,00	47,58	0,00	FALSO	4,24	25,04	29,65
<i>Cementir Holding NV</i>	21,16	70,12	100,00	70,12	64,18	VERO	1,75		
<i>CIR SpA - Compagnie Industriali Riunite Comer SpA</i>	20,25	33,06	100,00	33,06	12,61	VERO	1,26	6,95	14,60
<i>Credito Emiliano SpA</i>	21,93	56,81	100,00	56,81	65,79	VERO		n.d.	n.d.
<i>d'Amico International Shipping SA</i>	20,60	37,80	100,00	37,80	0,00	FALSO	2,20		
<i>Danieli & C Officine Meccaniche SpA</i>	21,64	51,35	100,00	51,35	85,12	VERO	1,39	11,66	10,38
<i>De' Longhi SpA</i>	22,29	64,96	100,00	64,96	32,73	VERO	1,87	12,89	14,20
<i>Digital Value SpA</i>	20,19						1,32	22,39	10,37
<i>Enav SpA</i>	21,46	71,33	75,00	71,33	0,00	VERO	1,76	17,04	12,99

<i>Fincantieri SpA</i>	21,18	76,75	100,00	76,75	56,08	VERO	0,90	9,57	30,79
<i>El En SpA</i>	20,46	72,08	100,00	72,08	50,00	VERO	1,94	12,27	12,44
<i>Ferretti SpA</i>	20,68						1,29	5,89	6,13
<i>GVS SpA</i>	20,87	60,73	100,00	60,73	50,00	VERO	1,67	1,65	3,64
<i>Industrie De Nora SpA</i>	20,16						2,81	25,63	20,23
<i>Iren SpA</i>	21,67	58,26	71,88	58,26	65,38	VERO	0,83	15,62	13,65
<i>Intercos SpA</i>	21,13	44,13	100,00	44,13	39,58	VERO	1,11	6,30	18,50
<i>Italian Sea Group SpA</i>	#NUM!						1,17	26,03	17,08
<i>Juventus FC SpA</i>	20,63	31,71	22,92	40,50	0,00	VERO	0,29	-34,81	15,34
<i>Lottomatica Group SpA</i>	21,80						1,82	13,22	32,78
<i>Lu-Ve SpA</i>	20,18	70,69	100,00	70,69	72,85	VERO	1,78	10,47	12,90
<i>Maire SpA</i>	21,60	68,37	100,00	68,37	31,32	VERO	1,11	18,24	6,53
<i>Marr SpA</i>	20,53	55,57	100,00	55,57	76,62	VERO	1,64	12,37	6,04
<i>MFE-MEDIAFOR EUROPE NV</i>	21,46	69,49	100,00	69,49	0,00	FALSO	1,15		
<i>Multiply Group SpA</i>	21,09	30,91	100,00	30,91	0,00	FALSO	1,40		
<i>OVS SpA</i>	20,43	70,87	100,00	70,87	80,00	VERO	0,96	6,35	22,14
<i>Pharmanutra SpA</i>	19,96	42,09	100,00	42,09	0,00	FALSO	2,12	28,54	25,98
<i>Philogen SpA</i>	20,20						7,02	-5,22	-20,70
<i>Piaggio & C SpA</i>	20,73	64,48	100,00	64,48	75,45	VERO	0,76	18,62	15,61
<i>Piovan SpA</i>	20,28	57,88	100,00	57,88	17,19	VERO	1,38	23,37	13,91
<i>Rai Way SpA</i>	21,00	49,48	100,00	49,48	0,00	VERO	0,81	38,16	63,83
<i>Reply SpA</i>	22,37	72,07	100,00	72,07	52,05	FALSO	1,49	19,28	17,08
<i>Saes Getters SpA</i>	19,97	65,20	100,00	65,20	29,37	FALSO	11,46		
<i>Salcef Group SpA</i>	21,19	44,24	100,00	44,24	58,91	FALSO	1,36	17,95	20,20
<i>Salvatore Ferragamo SpA</i>	21,07	62,76	100,00	62,76	80,00	VERO	1,79	5,21	21,57
<i>Sanlorenzo SpA</i>	21,02	36,50	100,00	36,50	50,00	FALSO	1,31	32,49	19,37
<i>Saras SpA</i>	21,16	49,41	100,00	49,41	0,00	VERO	1,39	23,35	5,79
<i>Seco SpA</i>	19,76						2,73	6,35	21,26
<i>Sesa SpA</i>	21,32	65,64	100,00	65,64	0,00	VERO	1,33	16,67	6,76
<i>SOL SpA</i>	21,88	48,08	100,00	48,08	73,10	FALSO	2,20	14,74	24,99
<i>Tamburi Investment Partners SpA</i>	21,30	26,37	100,00	26,37	8,64	FALSO	0,10	7,05	n.s.
<i>Technogym SpA</i>	21,39	67,14	100,00	67,14	0,00	VERO	1,49	20,78	17,97
<i>Technoprobe SpA</i>	22,54						7,92	10,05	29,99
<i>Tinexta SpA</i>	20,47	58,10	100,00	58,10	52,05	VERO	1,16	8,72	23,10
<i>Webuild SpA</i>	21,49	69,31	67,39	71,22	98,28	VERO	1,08		
<i>Tod's SpA</i>	21,08	65,25	100,00	65,25	80,00	VERO	1,63	12,68	8,02
<i>Zignago Vetro SpA</i>	20,76	67,18	100,00	67,18	40,85	VERO	1,52	27,18	38,90

Appendice 2: Matrice di analisi delle società appartenenti all'indice FTSE MIB Italia

<i>Nome</i>	<i>Ln Market Cap</i>	<i>ESG Combined Score</i>	<i>ESG Controversies Score</i>	<i>ESG Score</i>	<i>Environmental Innovation Score</i>	<i>Sustainability Compensation Incentives</i>	<i>Current Ratio</i>	<i>ROI</i>	<i>Margine EBITDA</i>
<i>A2A SpA</i>	22,51	73,08	74,42	73,08	51,89	VERO	1,11	9,34	13,36
<i>Amplifon SpA</i>	22,64	63,56	100,00	63,56	50,00	VERO	0,53	10,36	23,22
<i>Azimut Holding SpA</i>	21,93	51,05	77,00	51,05	39,95	VERO		10,72	28,69
<i>Banca Mediolanum SpA</i>	22,80	70,05	100,00	70,05	34,41	VERO		10,72	28,69
<i>Banca Monte dei Paschi di Siena SpA</i>	22,54	68,82	100,00	68,82	76,52	VERO		10,72	28,69
<i>Banca Popolare Di Sondrio SpA</i>	21,89	47,25	100,00	47,25	76,52	VERO		10,72	28,69
<i>Banco BPM SpA</i>	22,98	73,56	75,91	73,56	94,94	VERO		10,72	28,69
<i>Bper Banca SpA</i>	22,72	70,53	100,00	70,53	76,52	FALSO		10,72	28,69
<i>Brunello Cucinelli SpA</i>	22,51	44,54	39,13	49,96	58,70	VERO	1,24	20,10	29,57
<i>Davide Campari Milano NV</i>	23,08	60,88	100,00	60,88	0,00	FALSO	1,98	10,72	28,69
<i>DiaSorin SpA</i>	22,46	53,76	58,73	53,76	0,00	VERO	3,07	8,01	30,56
<i>Enel SpA</i>	24,95	50,99	11,63	90,34	95,17	VERO	0,79	9,24	25,38
<i>Eni SpA</i>	24,56	51,99	17,65	86,34	77,22	VERO	1,30	10,98	19,42
<i>ERG SpA</i>	21,99	75,83	100,00	75,83	75,84	VERO	2,45	6,73	43,73
<i>Ferrari NV</i>	25,04	65,86	86,29	65,86	75,11	VERO	1,99	10,72	28,69
<i>FinecoBank Banca Fineco SpA</i>	22,98	82,41	100,00	82,41	65,69	VERO		10,7	28,69
<i>Assicurazioni Generali SpA</i>	24,32	82,98			93,24	VERO		10,72	28,69
<i>Hera SpA</i>	22,32	76,61	71,88	81,35	85,90	VERO	1,11	10,75	10,31
<i>Interpump Group SpA</i>	22,25	52,80	100,00	52,80	17,30	VERO	1,93	17,27	23,29
<i>Intesa Sanpaolo SpA</i>	24,92	84,44	77,25	91,63	95,04	VERO		10,72	28,69
<i>Italgas SpA</i>	22,08	76,33	100,00	76,33	34,62	VERO	0,72	7,53	48,02
<i>Iveco Group NV</i>	21,84						3,29	10,72	28,69
<i>Leonardo SpA</i>	23,30	89,37	100,00	89,37	96,43	VERO	0,97	8,43	9,90
<i>Mediobanca Banca di Credito Finanziario SpA</i>	23,20	62,65	100,00	62,65	20,24	FALSO		10,72	28,69
<i>Moncler SpA</i>	23,47	82,78	100,00	82,78	80,00	FALSO	1,89	22,68	39,73
<i>Nexi SpA</i>	22,76	67,43	100,00	67,43	38,89	VERO		10,72	28,69

<i>Pirelli & C SpA</i>	22,45	64,98	58,46	71,51	54,22	VERO	1,18	8,50	20,07
<i>Poste Italiane SpA</i>	23,48	70,57	100,00	70,57	50,00	FALSO	0,51	10,72	28,69
<i>Prysmian SpA</i>	23,58	57,52	36,63	78,42	43,20	VERO	1,18	12,97	9,29
<i>Recordati Industria Chimica e Farmaceutica SpA</i>	23,10	77,40	100,00	77,40	0,00	VERO	1,20	17,66	33,67
<i>Saipem SpA</i>	22,28	56,10	23,53	88,68	82,41	VERO	1,18	8,64	7,30
<i>Snam SpA</i>	23,39	84,13	73,53	94,72	82,41	VERO	0,74	8,64	55,87
<i>Stellantis NV</i>	24,76	48,27	9,68	86,87	97,31	VERO	1,24	10,72	28,69
<i>Telecom Italia SpA</i>	22,38	50,39	19,81	80,98	60,59	VERO	0,68	2,41	36,01
<i>Tenaris SA</i>	23,55	52,97	38,24	67,70	32,41	FALSO	3,62	10,72	28,69
<i>Terna Rete Elettrica Nazionale SpA</i>	23,43	79,55	100,00	79,55	32,98	VERO	0,66	8,65	66,60
<i>UniCredit SpA</i>	24,84	52,42	20,73	84,11	94,94	VERO		10,72	28,69
<i>Unipol Gruppo SpA</i>	22,66	82,26	100,00	82,26	93,24	VERO		5,61	28,69

Appendice 3: Matrice di Analisi delle società appartenenti all'indice FTSE Small Cap Italia

<i>Nome</i>	<i>LN Market Cap</i>	<i>ESG Combined Score</i>	<i>ESG Controversies Score</i>	<i>ESG Score</i>	<i>Environmental Innovation Score</i>	<i>Sustainability Compensation Incentives</i>	<i>Current Ratio</i>	<i>ROI</i>	<i>Margine EBITDA</i>
<i>Abitare In SpA</i>	18,54						5,16	15,44	13,86
<i>Aedes Ligure per Imprese e Costruzioni SpA</i>	15,76						12,20	-19,82	n.s.
<i>Aeffe SpA</i>	18,22	39,28	100,00	39,28	28,70	VERO	1,08	-10,36	1,88
<i>Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna SpA</i>	19,46	66,65	100,00	66,65	0,00	VERO	0,86	10,65	24,97
<i>Alkemy SpA</i>	18,04						1,25	8,69	10,10
<i>Antares Vision SpA</i>	19,26	42,34	100,00	42,34	0,00	FALSO	0,82	-44,48	-1,61
<i>Aquafil SpA</i>	18,67	47,95	100,00	47,95	28,70	VERO	1,64	-2,10	6,85
<i>Avio SpA</i>	19,64						0,84	1,82	5,01
<i>B&C Speakers SpA</i>	18,96						2,67	34,84	23,07
<i>Banca Profilo SpA</i>	18,80							8,27	13,10
<i>Banca Sistema SpA</i>	18,71							8,27	13,10
<i>Basic Net SpA</i>	19,07	31,86	100,00	31,86	0,00	FALSO	1,28	14,18	15,67
<i>Bastogi SpA</i>	17,74						1,74	5,45	30,89
<i>Beewize SpA</i>	15,84						0,22	8,27	-12,64
<i>Beghelli SpA</i>	17,68						0,98	-5,32	6,33
<i>Bestbe Holding SpA</i>	13,82						0,87	8,27	13,10
<i>Bialetti Industrie SpA</i>	17,40						0,58	149,8	18,71
<i>Biesse SpA</i>	19,49	59,20	100,00	59,20	0,00	VERO	1,20	7,63	9,31
<i>Bioera SpA</i>	14,13						0,08	8,27	13,10
<i>Borgosesia SpA</i>	17,31							8,27	13,10
<i>Brioschi Sviluppo Immobiliare SpA</i>	17,53						1,53	3,49	17,60
<i>Cairo Communication SpA</i>	19,48	27,52	100,00	27,52	0,00	FALSO	0,88	7,11	15,23
<i>Caleffi SpA</i>	16,43						2,17	8,01	8,84
<i>Cellularline SpA</i>	17,87						1,68	5,17	12,03
<i>Centrale del Latte d'Italia SpA</i>	17,50						0,86	7,29	7,40
<i>Civitanavi Systems SpA</i>	19,04						2,06	8,27	13,10
<i>Class Editori SpA</i>	17,03						0,76	6,89	17,85
<i>Conafi SpA</i>	15,91						4,84	8,27	13,10

<i>CSP International Fashion Group SpA</i>	16,40						2,32	2,11	4,54
<i>CY4GATE SpA</i>	18,82						2,23	-4,98	13,23
<i>Datalogic SpA</i>	19,56	51,96	100,00	51,96	36,67	VERO	1,55	2,66	8,59
<i>Dexelance SpA</i>	19,40						1,29	8,27	13,10
<i>Digital Bros SpA</i>	18,67						0,61	13,82	32,08
<i>Dominion Hosting Holding SpA</i>	18,76	13,14	100,00	13,14	0,00	FALSO	1,19	12,97	30,44
<i>Dovalue SpA</i>	18,93	55,12	100,00	55,12	0,00	VERO	1,61	8,27	13,10
<i>Doxee SpA</i>	16,94	34,32	100,00	34,32	0,00	FALSO	0,63	-17,04	2,66
<i>Edison SpA</i>	18,94	39,73	18,75	60,72	34,62	VERO	1,25	8,27	13,10
<i>Elica SpA</i>	18,61						1,02	9,67	8,98
<i>Emak SpA</i>	18,96	35,62	100,00	35,62	17,30	FALSO	2,11	8,50	11,77
<i>Enervit SpA</i>	17,85						1,64	13,55	10,06
<i>EPH SpA</i>	11,45						0,11	8,27	13,10
<i>Equita Group SpA</i>	19,14	46,22	100,00	46,22	27,25	VERO		29,72	27,45
<i>Esprinet SpA</i>	19,34	63,80	100,00	63,80	0,00	FALSO	1,25	2,75	0,86
<i>Eurogroup Laminations SpA</i>	19,74						1,67	11,14	13,67
<i>Eurotech SpA</i>	17,51	29,89	100,00	29,89	45,73	FALSO	1,45	-0,44	5,74
<i>Fidia SpA</i>	15,55						0,86	-11,50	-0,78
<i>Fiera Milano SpA</i>	19,49	61,21	100,00	61,21	0,00	VERO	0,81	9,50	34,69
<i>FILFA Fabbrica Italiana Lapis ed Affini SpA</i>	19,75	59,70	100,00	59,70	0,00	VERO	2,69	8,27	13,10
<i>Fine Foods & Pharmaceuticals NTM SpA</i>	19,10	69,94	100,00	69,94	83,74	VERO	1,10	2,16	8,35
<i>FNM SpA</i>	19,07	47,43	100,00	47,43	0,00	VERO	1,12	9,88	47,61
<i>Gabetti Property Solutions SpA</i>	17,26						1,23	13,01	11,20
<i>Garofalo Health Care SpA</i>	19,95	55,46	100,00	55,46	0,00	VERO	0,71	6,71	17,60
<i>Gas Plus SpA</i>	18,55						0,77	11,69	45,43
<i>Gefran SpA</i>	18,65	49,34	100,00	49,34	0,00	FALSO	2,41	14,22	18,09
<i>Geox SpA</i>	18,87	82,45	100,00	82,45	28,70	VERO	1,10	3,48	12,42
<i>Giglio Group SpA</i>	16,17						0,40	-35,74	-10,21
<i>GPI SpA</i>	19,68	41,03	100,00	41,03	0,00	FALSO	1,38	6,47	19,12
<i>Greenthesis SpA</i>	19,68						1,36	9,62	23,99
<i>Growens SpA</i>	18,52	28,76	100,00	28,76	0,00	FALSO	2,84	216,7	-0,95
<i>I Grandi Viaggi SpA</i>	17,48						1,00	4,47	10,24
<i>Il Sole 24 Ore SpA</i>	17,53						1,23	12,61	14,09
<i>illimity Bank SpA</i>	19,81	70,94	100,00	70,94	49,90	VERO		n.d.	13,10
<i>Immobiliare Grande</i>	19,16	70,69	100,00	70,69	25,19	VERO	0,64	-1,64	69,62

<i>Distribuzione</i>									
<i>SIQ SpA</i>									
<i>Immsi SpA</i>	18,88						0,65	15,65	14,63
<i>IRCE SpA</i>	17,91						2,51	9,89	5,28
<i>Italian</i>	19,14						0,80	11,04	19,91
<i>Exhibition</i>									
<i>Group SpA</i>									
<i>Itway SpA</i>	16,48						1,15	2,11	3,45
<i>IVS Group SA</i>	20,29	43,17	100,00	43,17	0,00	FALSO	1,17	8,27	13,10
<i>KME Group</i>	19,40						0,85	2,88	5,37
<i>SpA</i>									
<i>Landi Renzo</i>	17,93						1,03	-3,87	4,09
<i>SpA</i>									
<i>MetExtra</i>	14,09						2,50	8,27	13,10
<i>Group SpA</i>									
<i>Mondo TV</i>	16,34						0,61	12,21	56,66
<i>SpA</i>									
<i>Monnalisa</i>	15,55	39,49	100,00	39,49	58,70	FALSO	1,12	-13,01	6,98
<i>SpA</i>									
<i>Monrif SpA</i>	16,01						0,70	4,89	9,09
<i>Neodecortech</i>	17,65						1,52	4,34	8,07
<i>SpA</i>									
<i>Netweek SpA</i>	13,44						0,62	-47,01	-1,05
<i>Neurosoft</i>	16,59	23,42	100,00	23,42	0,00	FALSO	1,47	8,271	13,10
<i>Software</i>									
<i>Production SA</i>									
<i>Newlat Food</i>	20,13	41,85	100,00	41,85	0,00	VERO	1,82	7,58	8,87
<i>SpA</i>									
<i>OLIDATA</i>	17,97						0,96	36,68	6,42
<i>SpA</i>									
<i>Orsero SpA</i>	19,20	60,57	100,00	60,57	76,62	VERO	1,27	16,01	6,22
<i>Pininfarina</i>	17,91						1,35	-0,29	3,00
<i>SpA</i>									
<i>Piquadro SpA</i>	18,47						1,50	15,83	17,67
<i>PLC SpA</i>	17,53						1,00	1,86	3,36
<i>Relatech SpA</i>	18,48	18,46	100,00	18,46	0,00	FALSO	1,53	11,43	15,04
<i>Risanamento</i>	17,85						2,32	11,00	3,58
<i>SpA</i>									
<i>Rizzoli</i>	19,80	28,71	100,00	28,71	0,00	VERO	0,85	8,27	13,10
<i>Corriere della</i>									
<i>Sera</i>									
<i>Mediagroup</i>									
<i>SpA</i>									
<i>Rosetti</i>	19,00	33,70	100,00	33,70	0,00	FALSO	1,67	7,09	6,27
<i>Marino SpA</i>									
<i>Sabaf SpA</i>	19,14						2,08	-5,43	3,95
<i>Safilo Group</i>	19,93						1,89	0,20	6,03
<i>SpA</i>									
<i>Seri Industrial</i>	19,22						1,62	-2,59	9,91
<i>SpA</i>									
<i>Servizi Italia</i>	17,89						0,63	7,37	24,02
<i>SpA</i>									
<i>SIT SpA</i>	17,52	61,14	100,00	61,14	55,87	VERO	1,21	-8,42	7,00
<i>Sogefi SpA</i>	19,75						0,92	16,41	13,95
<i>Somec SpA</i>	18,62	40,02	100,00	40,02	0,00	FALSO	0,90	4,61	4,80
<i>SS Lazio SpA</i>	17,73						0,37	-1,87	1,89
<i>Tesmec SpA</i>	17,79						1,24	4,55	13,29
<i>Tessellis SpA</i>	18,75	40,36	100,00	40,36	10,59	FALSO	0,24	-39,00	13,86
<i>TraWell Co</i>	16,78	3,19	100,00	3,19	0,00	FALSO	0,70	23,01	32,40
<i>SpA</i>									
<i>Trevi</i>	18,49						1,67	19,81	12,40
<i>Finanziaria</i>									

<i>Industriale SpA</i>									
<i>Triboo SpA</i>	16,88						0,85	-4,32	9,95
<i>TXT e solutions SpA</i>	19,63						1,42	13,40	14,10
<i>Unidata SpA</i>	18,53	16,05	100,00	16,05	0,00	FALSO	0,47	13,85	24,10
<i>Valsoia SpA</i>	18,46						1,56	10,89	10,88
<i>Vincenzo Zucchi SpA</i>	15,87						1,39	7,12	12,94
<i>Wiiit SpA</i>	20,25	33,18	100,00	33,18	0,00	FALSO	1,02	7,85	36,04
<i>Zest SpA</i>	17,33						0,64	-6,41	-23,22

Appendice 4: Matrice di Analisi imprese di media capitalizzazione quotate sulla Borsa di Londra

<i>Nome</i>	<i>LN Market Cap</i>	<i>Sustainability Compensation Incentives</i>	<i>Environmental Innovation Score</i>	<i>Current Ratio</i>	<i>ESG Combined Score</i>	<i>ROI</i>	<i>Margine EBITDA</i>
<i>4imprint Group PLC</i>	21,42	VERO	51,32	2,05	56,61	95,99	10,95
<i>A G Barr PLC</i>	20,52	VERO	57,38	2,09	41,82	15,70	15,48
<i>Ab Dynamics PLC</i>	20,18	VERO	11,50	1,98	42,48	9,35	23,32
<i>Adriatic Metals PLC</i>	20,27	FALSO	0,00	0,78	48,54	-10,56	n.s.
<i>Advanced Medical Solutions Group PLC</i>	20,20	VERO	0,00	5,67	44,58	8,47	24,87
<i>AO World plc</i>	20,49	VERO	43,43	0,96	42,69	20,57	5,81
<i>Ascential PLC</i>	20,61	FALSO	0,00	2,08	46,58	-7,36	-0,87
<i>Avon Protection PLC</i>	19,95	VERO	0,00	3,16	48,79	-3,28	9,31
<i>Bakkavor Group Plc</i>	20,77	VERO	0,00	0,56	54,15	9,75	7,79
<i>Balfour Beatty PLC</i>	21,68	VERO	82,29	1,01	48,17	11,51	4,10
<i>Berkeley Group Holdings PLC</i>	22,54	VERO	41,73	3,39	61,73	11,87	19,87
<i>Bloomsbury Publishing PLC</i>	20,35	VERO	0,00	1,67	60,62	19,75	12,35
<i>Breedon Group PLC</i>	21,25	FALSO	22,39	1,61	48,90	9,40	15,99
<i>Britvic PLC</i>	22,04	VERO	9,02	0,98	72,87	16,36	14,83
<i>Burberry Group PLC</i>	21,84	VERO	87,23	1,66	80,28	17,87	27,11
<i>Bytes Technology Group PLC</i>	21,06	VERO	0,00	1,08	32,57	75,79	29,20
<i>Central Asia Metals PLC</i>	19,87	VERO	0,00	4,44	65,59	15,10	49,24
<i>Chemring Group PLC</i>	20,95	VERO	0,00	1,29	52,20	9,73	17,60
<i>Clarkson PLC</i>	21,20	VERO	50,00	1,59	42,97	22,01	19,16
<i>Cohort PLC</i>	19,81	FALSO	0,00	1,55	28,44	15,19	14,27
<i>Computacenter PLC</i>	22,04	VERO	52,34	1,26	71,61	26,03	5,03
<i>ConvaTec Group PLC</i>	22,53	VERO	0,00	1,62	74,04	7,81	22,41
<i>Cranswick PLC</i>	21,79	VERO	19,08	1,66	66,47	15,89	10,31
<i>Croda International PLC</i>	22,63	VERO	85,81	2,84	81,39	8,05	23,77
<i>CVS Group PLC</i>	20,63	VERO	0,00	1,06	47,19	13,34	18,53
<i>Darktrace PLC</i>	22,30	VERO	0,00	1,28	32,02	12,85	20,44
<i>Deliveroo PLC</i>	21,62	VERO	0,00	2,10	44,25	-3,49	1,76
<i>Diploma PLC</i>	22,65	FALSO	0,00	2,06	29,81	13,61	22,27
<i>discoverIE Group plc</i>	20,53	VERO	77,42	1,55	42,03	7,26	13,78
<i>Domino's Pizza Group PLC</i>	21,14	VERO	0,00	0,94	70,05	46,19	24,73
<i>Dr Martens PLC</i>	20,52	VERO	0,00	2,85	41,67	15,67	22,52

<i>Energiean PLC</i>	21,56	VERO	0,00	0,95	69,30	12,12	65,14
<i>EVRAZ plc</i>	21,04	FALSO	0,00	1,62	69,35	69,88	35,12
<i>Fevertree Drinks PLC</i>	21,03	VERO	8,62	3,71	28,30	9,02	7,71
<i>Future PLC</i>	21,07	VERO	0,00	0,96	53,00	10,41	33,59
<i>FW Thorpe PLC</i>	20,03	FALSO	16,91	2,58	33,42		
<i>Games Workshop Group PLC</i>	22,11	FALSO	0,00	3,61	34,65	69,75	46,70
<i>Gamma Communications PLC</i>	21,23	VERO	0,00	2,92	60,48	18,77	18,86
<i>GB Group PLC</i>	20,75	VERO	0,00	1,00	51,30	-5,45	20,32
<i>Genuit Group PLC</i>	21,09	VERO	86,57	1,40	48,61	7,31	18,01
<i>Genus PLC</i>	20,98	VERO	0,00	1,76	57,22	6,37	11,37
<i>Grainger PLC</i>	21,47	VERO	11,49	4,56	66,97	1,71	69,18
<i>Harworth Group PLC</i>	20,31	VERO	30,24	2,87	48,72	7,99	-13,83
<i>Helios Towers PLC</i>	21,22	VERO	0,00	1,22	36,44	3,46	50,21
<i>Hikma Pharmaceuticals PLC</i>	22,32	VERO	0,00	1,57	63,36	11,10	22,85
<i>Hilton Food Group PLC</i>	20,68	VERO	0,00	1,17	53,67	11,04	4,41
<i>Hochschild Mining PLC</i>	20,80	VERO	0,00	0,94	66,82	-2,23	31,28
<i>Howden Joinery Group PLC</i>	22,54	VERO	55,40	1,92	41,62	21,65	20,82
<i>IMI PLC</i>	22,46	VERO	93,23	1,50	76,48	19,08	20,22
<i>James Halstead PLC</i>	20,64	FALSO	41,73	3,11	29,13	28,86	19,12
<i>Johnson Matthey PLC</i>	22,03	VERO	27,83	1,45	68,50	7,76	4,66
<i>Judges Scientific PLC</i>	20,60	FALSO	17,26	1,87	28,30	14,75	27,19
<i>Kier Group PLC</i>	20,55	VERO	41,19	0,82	62,00	8,77	4,49
<i>Kingfisher PLC</i>	22,52	FALSO	42,96	1,29	64,51	6,73	10,06
<i>Learning Technologies Group PLC</i>	20,46	FALSO	0,00	1,32	40,99	10,00	18,52
<i>M P Evans Group PLC</i>	20,12	FALSO	0,00	1,82	27,25	13,44	32,30
<i>Marlowe PLC</i>	19,99	FALSO	0,00	1,18	30,30	0,89	12,28
<i>Marshalls PLC</i>	20,77	VERO	98,51	1,87	63,62	4,20	13,36
<i>NCC Group PLC</i>	20,13	VERO	0,00	0,90	52,93	-6,73	18,96
<i>Ocado Group PLC</i>	22,15	VERO	50,82	2,49	67,18	-7,95	3,80
<i>Oxford Instruments PLC</i>	21,25	VERO	77,42	1,64	66,90	17,89	16,66
<i>Pan African Resources PLC</i>	20,23	VERO	0,00	0,79	51,37	22,49	35,09
<i>PayPoint plc</i>	20,17	VERO	0,00	0,99	35,94	25,95	27,36
<i>Pennon Group PLC</i>	21,53	VERO	36,21	0,97	62,82	2,72	35,11
<i>Pets at Home Group PLC</i>	21,26	VERO	0,00	0,63	70,20	9,18	14,84
<i>Premier Foods PLC</i>	21,30	VERO	0,00	0,97	68,25	8,85	20,15
<i>PZ Cussons PLC</i>	20,08	VERO	0,00	2,33	55,06	9,65	12,97

<i>QinetiQ Group PLC</i>	21,89	VERO	91,07	1,15	60,43	14,32	14,61
<i>Reach PLC</i>	19,81	VERO	0,00	0,86	58,62	4,43	13,01
<i>Renew Holdings PLC</i>	20,73	VERO	0,00	0,91	34,98	28,05	7,72
<i>Renishaw PLC</i>	21,86	VERO	43,31	5,60	56,72	15,49	24,70
<i>Restore PLC</i>	19,88	VERO	38,89	1,30	54,75	-3,12	21,83
<i>Rotork PLC</i>	22,00	VERO	62,24	3,09	73,92	23,72	23,12
<i>RS Group PLC</i>	22,24	VERO	0,00	2,01	58,64	13,71	12,52
<i>Safestore Holdings PLC</i>	21,45	VERO	80,97	0,45	71,63	8,06	61,51
<i>Serco Group PLC</i>	21,59	VERO	0,00	0,87	45,45	16,22	9,19
<i>Serica Energy PLC</i>	20,24	VERO	25,29	2,19	65,25	31,54	60,61
<i>Smiths Group PLC</i>	22,68	VERO	18,75	1,94	52,20	13,13	17,66
<i>Softcat PLC</i>	22,06	FALSO	0,00	1,60	54,39	54,33	14,81
<i>Spectris PLC</i>	22,04	VERO	77,59	1,89	71,34	13,60	17,35
<i>Spire Healthcare Group PLC</i>	20,87	VERO	0,00	0,69	45,81		
<i>Spirent Communications plc</i>	20,90	VERO	95,31	1,93	70,90	5,47	8,92
<i>Tate & Lyle PLC</i>	21,82	VERO	19,08	3,22	64,75	12,91	19,79
<i>TI Fluid Systems PLC</i>	20,52	VERO	39,01	1,86	53,28	10,36	22,01
<i>Unite Group PLC</i>	22,30	VERO	25,19	0,43	57,96	3,06	58,31
<i>Vesuvius plc</i>	21,11	VERO	43,31	1,95	60,91	11,48	13,91
<i>Victrex PLC</i>	20,85	VERO	29,37	4,78	40,33	12,60	33,23
<i>Volex PLC</i>	20,46	FALSO	61,01	1,49	46,47	12,25	11,25
<i>Wickes Group PLC</i>	19,84	VERO	42,96	1,18	49,66	9,24	11,10

Appendice 5: Matrice di Analisi imprese di media capitalizzazione quotate sulla Borsa di Parigi

<i>Nome</i>	<i>LN Market Cap</i>	<i>Current Ratio</i>	<i>ESG Combined Score</i>	<i>Environment al Innovation Score</i>	<i>ESG Score</i>	<i>Sustainability Compensation Incentives</i>	<i>ROI</i>	<i>Margine EBITDA</i>
<i>2Crsi SA</i>	18,29	1,09	30,01	43,33	30,01	VERO	-16,55	-2,00
<i>Accor SA</i>	22,92	0,98	66,81	73,21	78,93	VERO	9,79	22,18
<i>Actia Group SA</i>	18,08	1,32	38,60	10,89	38,60	FALSO	6,28	7,53
<i>Aeroports de Paris SA</i>	23,18	0,97	47,18	0,00	64,35	VERO	8,75	38,58
<i>Air France KLM SA</i>	21,51	0,74	44,21	0,00	76,71	VERO	11,56	14,63
<i>Akwel SA</i>	19,48	2,79	38,99	39,01	38,99	VERO	7,23	8,45
<i>Altea SCA</i>	21,45	1,27	59,48	62,67	59,48	VERO	n.d.	n.d.
<i>Altareit SCA</i>	20,48	1,40	42,63	11,49	42,63	VERO		
<i>Aubay SA</i>	19,98	1,72	42,73	0,00	42,73	VERO	15,38	9,47
<i>Ayvens SA</i>	22,33	0,66	64,72	50,00	64,72	VERO	9,60	-92,15
<i>Beneteau SA</i>	20,44	1,29	48,06	50,00	48,06	FALSO	24,78	19,21
<i>Bigben Interactive SA</i>	17,58	1,50	34,29	0,00	34,29	FALSO	5,42	27,26
<i>Biomerieux SA</i>	23,16	2,03	74,33	50,00	74,33	FALSO	10,67	19,75
<i>Boiron SA</i>	20,17	2,27	54,63	60,34	54,63	FALSO	11,24	16,45
<i>Bollore SE</i>	23,50	1,02	59,18	51,32	68,36	FALSO	3,12	10,13
<i>Bonduelle SA</i>	19,10	1,26	64,64	83,09	64,64	VERO	4,52	6,88
<i>Bouygues SA</i>	23,22	0,95	48,61	41,19	76,85	VERO	7,66	8,99
<i>Bureau Veritas SA</i>	23,22	1,67	76,38	38,89	76,38	VERO	18,41	18,79
<i>Carbios SA</i>	19,66	9,45	26,71	29,37	26,71	VERO	-8,70	n.s.
<i>Carrefour SA</i>	22,96	0,93	52,05	76,62	79,86	VERO	6,70	3,41
<i>Casino Guichard Perrachon SA</i>	21,10	0,65	62,42	76,62	70,29	VERO	n.s.	11,84
<i>Cegedim SA</i>	19,03	1,02	37,32	2,10	37,32	FALSO	3,34	17,93
<i>Chargeurs SA</i>	19,34	1,58	46,98	50,00	46,98	VERO	3,56	7,03
<i>Christian Dior SE</i>	25,42	1,32	70,84	80,00	70,84	FALSO	21,08	33,28
<i>Claranova SE</i>	18,42	0,64	48,13	52,34	48,13	VERO	16,82	6,08
<i>Clariane SE</i>	20,28	0,63	61,08	0,00	61,08	VERO	1,69	18,26
<i>Compagnie De l'odet SE</i>	22,93	1,01	49,03	51,32	49,03	FALSO	3,30	9,64
<i>Compagnie des Alpes SA</i>	20,31	0,38	52,16	0,00	52,16	VERO	7,85	27,48
<i>Covivio SA</i>	22,37	1,00	79,57	80,97	79,57	VERO	-7,91	59,45
<i>Dassault Aviation SA</i>	23,35	1,07	54,68	83,96	54,68	VERO	15,01	13,24
<i>Derichebourg SA</i>	20,42	1,04	40,93	0,00	40,93	FALSO	14,01	9,39
<i>Edenred SE</i>	22,96	0,92	79,46	38,89	79,46	VERO	19,09	41,53
<i>Elis SA</i>	22,31	0,83	77,12	40,09	77,12	VERO	7,20	31,93
<i>Engie SA</i>	24,27	0,99	46,90	78,21	75,05	VERO	6,11	73,95
<i>Eramet SA</i>	21,71	1,70	77,95	50,00	77,95	VERO	10,08	7,92

<i>EssilorLuxottica SA</i>	25,20	1,00	69,27	50,00	69,27	VERO	6,41	24,19
<i>Esso Societe Anonyme Francaise SA</i>	21,35	2,14	48,55	27,22	48,55	FALSO	24,69	4,60
<i>Etablissements Maurel et Prom SA</i>	20,87	1,25	56,68	0,00	56,68	VERO	12,93	44,38
<i>Eurazeo SE</i>	22,43	0,38	58,58	34,58	58,58	VERO	22,33	86,75
<i>Eutelsat Communications SA</i>	21,56	1,66	72,11	0,00	72,11	VERO	-2,20	43,01
<i>Exacompta Clairefontaine SA</i>	18,97	2,51	40,37	78,70	40,37	FALSO	8,56	13,83
<i>Exail Technologies</i>	19,52	1,32	35,74	17,26	35,74	VERO	6,54	22,42
<i>Exel Industries SA</i>	19,68	1,74	32,22	29,37	32,22	VERO	12,32	11,61
<i>Fnac Darty SA</i>	20,53	0,84	59,05	6,30	59,05	VERO	4,83	8,39
<i>Gaztransport et Technigaz SA</i>	22,30	1,93	48,72	0,00	48,72	VERO	67,84	57,16
<i>GL Events SA</i>	20,09	0,91	44,83	38,89	44,83	VERO	8,11	17,80
<i>Groupe Guillin SA</i>	20,14	2,28	35,71	40,85	35,71	FALSO	14,13	16,74
<i>Guerbet SA</i>	19,99	2,54	63,60	0,00	63,60	VERO	5,33	12,65
<i>Haulotte Group SA</i>	18,36	1,20	31,74	55,54	31,74	FALSO	5,65	8,63
<i>Hermes International SCA</i>	26,08	4,40	34,46	28,70	58,05	VERO	34,67	48,10
<i>Icade SA</i>	21,19	2,49	74,15	80,97	74,15	VERO	-10,44	22,42
<i>ID Logistics SAS</i>	21,72	0,78	52,55	50,00	52,55	VERO	9,31	16,72
<i>Imerys SA</i>	21,76	1,80	78,48	50,00	78,48	VERO	3,75	17,84
<i>Interparfums SA</i>	21,99	2,70	52,30	75,96	52,30	VERO	22,47	23,24
<i>Ipsen SA</i>	22,86	1,17	64,81	0,00	64,81	VERO	18,00	27,29
<i>Jacquet Metals SA</i>	19,61	2,39	27,36	0,00	27,36	FALSO	9,38	6,08
<i>Kaufman & Broad SA</i>	20,24	1,16	59,36	16,42	59,36	VERO	25,68	8,79
<i>Kering SA</i>	24,26	1,38	77,97	87,23	77,97	VERO	14,08	33,23
<i>La Francaise des Jeux SA</i>	22,52	0,79	74,84	0,00	74,84	VERO	36,38	26,06
<i>Lagardere SA</i>	21,85	0,56	69,77	51,32	69,77	VERO	11,93	14,44
<i>Lectra SA</i>	20,78	1,30	62,61	52,04	62,61	FALSO	8,61	16,38
<i>Lisi SA</i>	20,80	1,59	46,41	42,45	46,41	VERO	5,28	11,26
<i>LNA Sante SA</i>	19,46	0,94	40,04	0,00	40,04	VERO	5,65	21,17
<i>Maisons du Monde SA</i>	18,79	0,73	68,43	86,30	68,43	VERO	2,93	17,30
<i>Manitou BF SA</i>	20,62	1,63	46,80	17,26	46,80	VERO	19,05	9,45
<i>Marie Brizard Wine and Spirits SA</i>	19,83	2,39	44,79	57,76	44,79	FALSO	5,30	9,13
<i>Mersen SA</i>	20,49	1,78	73,19	68,75	73,19	VERO	10,88	16,51
<i>Metropole Television SA</i>	21,14	2,14	61,93	0,00	61,93	VERO	21,91	31,46
<i>Nexity SA</i>	20,01	1,54	65,40	60,30	65,40	VERO	5,62	10,89
<i>Oeneo SA</i>	20,34	3,62	42,65	22,73	42,65	FALSO	10,05	21,96
<i>Opmobility SE</i>	21,12	0,69	59,62	39,01	59,62	VERO	10,65	8,49
<i>Orange SA</i>	24,03	0,83	77,88	60,59	77,88	VERO	6,56	31,82

<i>Pernod Ricard SA</i>	24,19	1,73	41,18	0,00	66,73	VERO	10,55	29,96
<i>Poujoulat SA</i>	18,29	1,72	28,05	41,73	28,05	FALSO	7,62	7,77
<i>Remy Cointreau SA</i>	22,04	2,50	60,82	91,80	60,82	VERO	11,90	28,22
<i>Rexel SA</i>	22,73	1,75	78,61	42,70	78,61	VERO	12,63	8,39
<i>Robertet SA</i>	21,36	3,47	53,76	0,00	53,76	VERO	14,81	18,04
<i>Rubis SCA</i>	21,80	1,27	62,11	0,00	62,11	VERO	11,81	12,52
<i>Safran SA</i>	25,17	0,95	62,21	42,45	70,84	VERO	24,95	21,31
<i>Sartorius Stedim Biotech SA</i>	23,49	1,51	58,53	0,00	58,53	FALSO	7,95	25,11
<i>Savencia SA</i>	20,40	1,22	40,24	20,44	40,24	FALSO	8,76	5,68
<i>Schneider Electric SE</i>	25,55	1,21	73,28	43,31	76,04	VERO	13,99	20,65
<i>SEB SA</i>	22,37	1,25	80,87	77,27	80,87	VERO	11,21	12,40
<i>Seche Environnement SA</i>	20,45	1,09	44,10	0,00	44,10	FALSO	8,63	18,97
<i>Societe BIC SA</i>	21,61	2,54	76,26	38,89	76,26	FALSO	16,36	19,39
<i>Sodexo SA</i>	23,24	1,16	74,89	71,30	74,89	VERO	11,54	6,81
<i>Soitec SA</i>	22,14	3,28	67,72	77,55	67,72	VERO	10,10	33,86
<i>Sopra Steria Group SA</i>	21,96	0,76	78,47	52,12	78,47	FALSO	10,21	12,22
<i>Spie SA</i>	22,51	0,92	74,31	67,43	74,31	VERO	9,42	8,73
<i>SRP Groupe SA</i>	18,30	1,08	34,84	0,00	34,84	FALSO	1,25	2,47
<i>Tarkett SA</i>	20,17	1,40	74,98	41,79	74,98	FALSO	7,11	7,69
<i>Television Francaise 1 SA</i>	21,23	1,51	78,98	48,72	78,98	VERO	12,99	30,04
<i>Thales SA</i>	24,13	0,89	56,54	16,98	59,51	VERO	10,46	11,72
<i>Trigano SA</i>	21,45	2,22	40,92	50,00	40,92	FALSO	23,45	15,28
<i>Ubisoft Entertainment SA</i>	21,58	2,17	62,62	52,34	62,62	VERO	8,42	47,61
<i>Vallourec SA</i>	21,92	2,00	75,95	32,41	75,95	VERO	22,46	22,33
<i>Valneva SE</i>	19,93	1,65	58,10	0,00	58,10	FALSO	-25,00	-37,14
<i>Veolia Environnement SA</i>	23,76	0,93	57,72	93,59	75,44	VERO	6,84	15,38
<i>Verallia SA</i>	21,91	0,91	59,60	40,85	59,60	VERO	27,23	27,88
<i>Vicat SA</i>	21,18	1,40	49,59	22,39	49,59	VERO	9,34	18,68
<i>Virbac SA</i>	21,78	1,93	61,10	0,00	61,10	VERO	17,35	20,70
<i>Viridien SA</i>	19,69	1,77	78,43	31,13	78,43	VERO	5,88	34,62
<i>Volitalia SA</i>	21,00	1,21	51,60	88,91	51,60	VERO	5,44	37,49
<i>Vusiongroup SA</i>	21,47	1,20	42,85	28,74	42,85	VERO	20,13	9,29
<i>Wendel SE</i>	22,05	2,11	78,68	38,89	78,68	VERO	9,01	14,51

Appendice 6: Matrice di Analisi delle società di media capitalizzazione quotate sulla Borsa di Francoforte

<i>Nome</i>	<i>LN Market Cap</i>	<i>Sustainability Compensation Incentives</i>	<i>Environmental Innovation Score</i>	<i>Current Ratio</i>	<i>ESG Combined Score</i>	<i>ROI</i>	<i>Margine EBITDA</i>
<i>I&I AG</i>	21,74	VERO	10,59	2,69	67,95	6,78	18,38
<i>ABOUT YOU Holding SE</i>	20,31	VERO	75,42	1,20	51,77	-24,43	-1,17
<i>Adtran Networks SE</i>	20,73	VERO	39,34	2,46	65,46	1,88	12,41
<i>Aixtron SE</i>	21,59	VERO	91,50	3,12	72,50	20,11	26,15
<i>Alzchem Group AG</i>	20,05	FALSO	29,37	2,62	41,29	16,33	15,25
<i>Aurubis AG</i>	21,90	VERO	0,00	2,38	76,62	3,58	2,23
<i>BayWa AG</i>	19,83	VERO	83,74	1,32	66,88	4,80	2,42
<i>Bechtle AG</i>	22,36	VERO	0,00	1,86	69,01	15,41	7,86
<i>Befesa SA</i>	20,95	VERO	0,00	1,33	74,64	9,65	15,88
<i>Bilfinger SE</i>	21,38	VERO	28,69	1,29	63,82	11,91	6,25
<i>Biotest AG</i>	21,05	VERO	0,00	1,96	49,45	9,65	15,88
<i>Borussia Dortmund GmbH & Co KGaA</i>	19,82	VERO	0,00	0,44	56,98	5,84	24,76
<i>Cancom SE</i>	20,87	VERO	52,04	1,52	55,34	6,82	7,45
<i>Carl Zeiss Meditec AG</i>	22,44	VERO	50,00	3,40	68,36	17,31	20,21
<i>Cewe Stiftung & Co KGaA</i>	20,38	FALSO	38,89	1,41	67,82	19,39	17,21
<i>CompuGroup Medical SE & Co KGaA</i>	20,56	VERO	0,00	1,07	47,62	9,65	15,88
<i>CropEnergies AG</i>	20,84	FALSO	54,29	3,16	56,99	9,65	15,88
<i>Delivery Hero SE</i>	22,42	VERO	0,00	0,96	58,44	-22,14	-0,13
<i>Dermapharm Holding SE</i>	21,38	VERO	0,00	1,60	49,37	10,13	24,74
<i>Deutsche Lufthansa AG</i>	22,65	FALSO	50,00	0,79	38,16	9,65	n.d.
<i>DEUTZ AG</i>	20,48	VERO	68,93	1,33	66,91	13,24	11,32
<i>Duerr AG</i>	21,09	VERO	17,26	1,18	59,62	9,54	7,09
<i>Eckert & Ziegler SE</i>	20,68	VERO	3,33	2,79	31,07	13,02	23,87
<i>Encavis AG</i>	21,74	FALSO	33,26	1,05	33,14	6,57	65,13
<i>Evotec SE</i>	21,18	VERO	50,00	1,94	79,58	-3,85	5,15
<i>Fielmann Group AG</i>	21,99	VERO	0,00	0,96	43,58	14,95	20,63
<i>flatexDEGIRO AG</i>	21,10	VERO	7,57	1,06	68,25	13,38	35,92
<i>freenet AG</i>	21,84	VERO	58,62	0,66	39,56	11,10	18,71
<i>Frequentis AG</i>	19,88	VERO	39,34	1,95	56,05	9,65	15,88
<i>Fuchs Se</i>	22,35	FALSO	29,37	2,37	54,46	21,87	14,43
<i>Gerresheimer AG</i>	21,93	VERO	50,00	0,89	71,67	8,82	20,07
<i>GK Software SE</i>	20,13	VERO	0,00	2,40	38,43	9,65	15,88
<i>GSW Immobilien AG</i>	22,13	VERO	12,88	2,28	34,37	9,65	15,88

<i>Hamburger Hafen und Logistik AG</i>	20,93	VERO	50,00	1,26	58,44	4,50	18,28
<i>Hensoldt AG</i>	22,09	VERO	16,98	1,47	74,32	8,61	14,49
<i>Hornbach Baumarkt AG</i>	21,22	FALSO	43,43	1,66	45,12	9,65	15,88
<i>HORNBACH Holding AG & Co KgaA</i>	20,95	FALSO	43,43	1,66	49,42	6,89	8,11
<i>Hypoport SE</i>	21,59	FALSO	0,00	1,53	39,86	2,94	13,28
<i>Indus Holding AG</i>	20,25	VERO	18,75	1,96	28,67	10,95	14,25
<i>init innovation in traffic systems SE</i>	19,82	FALSO	0,00	1,89	38,47	11,74	13,65
<i>Instone Real Estate Group SE</i>	19,90	VERO	0,00	2,28	54,87	6,33	10,62
<i>Jenoptik AG</i>	21,16	VERO	34,35	2,07	64,22	9,20	19,98
<i>Jost Werke SE</i>	20,30	FALSO	12,33	1,32	59,34	14,65	12,92
<i>K+S AG</i>	21,48	VERO	29,37	2,14	57,98	4,45	19,46
<i>Kontron AG</i>	20,97	FALSO	52,04	1,39	74,48	9,65	15,88
<i>Krones AG</i>	22,11	VERO	17,26	1,34	49,66	15,39	9,39
<i>KSB SE & Co KGaA</i>	20,85	VERO	62,24	2,01	51,99	13,50	10,84
<i>KWS SAAT SE & Co KgaA</i>	21,47	FALSO	83,09	2,04	59,04	10,58	18,46
<i>LEG Immobilien SE</i>	22,52	VERO	11,99	0,73	69,78	-9,81	42,00
<i>MBB SE</i>	20,23	FALSO	40,09	2,66	39,44	4,97	8,17
<i>METRO AG</i>	21,16	VERO	20,13	0,77	64,29	23,88	4,22
<i>MorphoSys AG</i>	21,66	VERO	0,00	3,08	59,94	9,65	15,88
<i>Nexus AG</i>	20,70	FALSO	52,04	1,95	41,36	10,73	20,55
<i>OHB SE</i>	20,55	VERO	0,00	1,35	43,16	17,73	17,19
<i>Osram Licht AG</i>	22,30	FALSO	43,10	0,93	72,88	9,65	15,88
<i>Patrizia SE</i>	20,30	FALSO	31,34	2,06	55,45	0,84	22,09
<i>Pfeiffer Vacuum Technology AG</i>	21,15	FALSO	0,00	2,21	55,61	15,13	15,64
<i>PNE AG</i>	20,78	FALSO	54,11	2,78	27,03	1,76	30,16
<i>Prosiebensat 1 Media SE</i>	21,21	VERO	0,00	0,94	74,29	-1,45	3,56
<i>Redcare Pharmacy NV</i>	21,77	FALSO	20,13	2,23	48,46	9,65	15,88
<i>Schaeffler AG</i>	20,59	VERO	95,52	1,33	77,93	8,64	10,95
<i>SCHOTT Pharma AG & Co KgaA</i>	22,29	VERO	50,00	1,33	67,20	22,52	24,90
<i>secunet Security Networks AG</i>	20,47	VERO	0,00	1,71	54,26	19,93	15,26
<i>SGL Carbon SE</i>	20,46	VERO	93,62	2,76	70,49	5,15	13,67
<i>Siltronic AG</i>	21,49	VERO	0,00	1,58	53,39	6,74	27,66
<i>Simona AG</i>	19,78	FALSO	85,81	3,29	44,35	11,45	12,48
<i>SMA Solar Technology AG</i>	20,57	FALSO	90,82	1,83	74,66	28,42	16,44
<i>Stabilus SE</i>	20,80	FALSO	54,28	2,64	62,23	11,94	17,34
<i>Sto SE & Co KgaA</i>	19,82	FALSO	63,81	2,48	55,35	14,54	11,31
<i>Stratec SE</i>	20,05	VERO	50,00	2,57	65,25	6,08	16,40
<i>Stroer SE & Co KgaA</i>	21,98	VERO	51,32	0,47	70,20	12,34	28,22
<i>Suedzucker AG</i>	21,62	FALSO	20,44	1,85	60,20	13,98	12,55

<i>TAG Immobilien AG</i>	21,65	VERO	62,67	1,22	67,78	-6,58	22,04
<i>Takkt AG</i>	20,26	VERO	36,67	1,67	34,68	4,66	8,78
<i>TeamViewer SE</i>	21,35	VERO	0,00	0,31	65,42	27,40	36,28
<i>Telefonica Deutschland Holding AG</i>	22,59	VERO	10,59	0,61	68,37	9,65	15,88
<i>thyssenkrupp nucera AG & Co KgaA</i>	20,92	VERO	28,69	2,80	51,44	4,91	4,14
<i>TLG Immobilien AG</i>	21,22	FALSO	14,13	5,38	38,01	9,65	15,88
<i>United Internet AG</i>	22,12	FALSO	8,62	0,91	54,68	7,51	22,68
<i>Verbio SE</i>	20,83	VERO	54,29	2,58	51,10	19,74	12,42
<i>Vitesco Technologies Group AG</i>	21,58	FALSO	39,01	1,21	59,99	4,58	6,96
<i>Vossloh AG</i>	20,58	FALSO	50,00	1,08	41,30	12,70	12,41
<i>Wacker Chemie AG</i>	22,39	VERO	85,81	2,21	72,70	6,39	12,14
<i>Wacker Neuson SE</i>	20,75	VERO	61,01	1,50	63,75	15,02	12,46
<i>Washtec AG</i>	20,06	VERO	62,24	1,03	55,18	36,14	11,55
<i>Zalando SE</i>	22,54	VERO	52,04	1,49	68,34	5,67	5,17