

POLITECNICO DI TORINO

Dipartimento di Ingegneria Gestionale e della Produzione

**Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

**ESG e SDGs nelle imprese quotate italiane:
il ruolo della diversità di genere e dell'indipendenza del
Consiglio di Amministrazione**



Relatrice

Prof.ssa Laura Rondi

Candidata

Irene Pinelli

Anno accademico 2020/2021

Sommario

INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO 1: CORPORATE GOVERNANCE	7
1.1 Meccanismi interni ed esterni di Corporate Governance.....	9
1.2 International Corporate Governance.....	10
1.3 Struttura del Consiglio di Amministrazione	12
1.4 Ruolo del Consiglio di Amministrazione	14
1.5 Caratteristiche Consiglio di Amministrazione	15
1.6 CEO Chair Duality e performance di impresa	16
1.7 Codice di Autodisciplina.....	17
1.8 Differenza fra paesi Common Law e Civil Law	19
1.9 Business Judgement Rule.....	21
CAPITOLO 2: AMMINISTRATORI INDIPENDENTI.....	23
2.1 Requisiti personali e importanza del Comitato Nomine	25
2.2 Rispetto requisiti di indipendenza in Italia	26
2.3 Sistemi di Governance e amministratori indipendenti.....	28
2.4 Genesi degli amministratori indipendenti.....	30
2.5 Normativa vigente in Italia.....	33
2.6 Amministratori indipendenti in Europa	35
2.7 Indipendenza del CDA e performance di impresa	37
CAPITOLO 3: DONNE NEL CDA E LEGGE GOLFO MOSCA	39
3.1 La sindrome dell'ape regina.....	41
3.2 Mentalità “think manager think male” e teoria dei tornei.....	43
3.3 Direttive dell'Unione Europea in ambito di gender diversity nel CdA e risultati raggiunti dagli Stati Membri	45

3.4 Risultati raggiunti in Italia sulla gender diversity nel CDA delle società quotate	47
3.5 Divario di genere in Italia e risultati raggiunti nei CdA delle società non quotate	49
3.6 Performance di impresa e gender diversity	51
CAPITOLO 4: LA NUOVA FRONTIERA DEL SUCCESSO SOSTENIBILE	54
4.1 Principali attori degli investimenti ESG	55
4.2 Le principali strategie di investimento ESG	57
4.3 Bias del rating ESG	58
4.4 Agenda 2030 e SDGs.....	60
4.5 Donne nel CdA e sostenibilità di impresa.....	62
4.6 Amministratori indipendenti e creazione di valore sostenibile	64
CAPITOLO 5: DESCRIZIONE DEL CAMPIONE	66
5.1 Caratteristiche generali delle società	68
5.2 Caratteristiche CDA.....	70
5.3 Variabili sulla gender diversity	75
5.4 Variabili di indipendenza	77
5.5 Variabili ESG	80
5.6 Variabili di bilancio	84
5.7 Indici di bilancio e mercato.....	87
CAPITOLO 6: ANALISI EMPIRICA.....	91
6.1 Variabili utilizzate nelle regressioni per verificare l'effetto della gender diversity del CdA .	94
6.2 Risultati ottenuti per gli istituti bancari riguardo all'impatto della gender diversity del CdA sulla sostenibilità di impresa	96
6.3 Risultati ottenuti per le imprese non operanti nel settore bancario riguardo all'impatto della gender diversity del CdA sulla sostenibilità di impresa	103
6.4 Considerazioni finali sull'impatto della gender diversity del CdA sulla sostenibilità di impresa	107
6.5 Variabili utilizzate nelle regressioni per verificare l'effetto dell'indipendenza del CdA	109

6.6 Risultati ottenuti per gli istituti bancari riguardo all'impatto dell'indipendenza del CdA sulla sostenibilità di impresa	111
6.7 Risultati ottenuti per le imprese non operanti nel settore bancario riguardo all'impatto dell'indipendenza del CdA sulla sostenibilità di impresa.....	116
6.8 Considerazioni finali sull'impatto dell'indipendenza del CdA sulla sostenibilità di impresa	126
CONCLUSIONI	128
Bibliografia	131
ALLEGATI	137

INTRODUZIONE

La sostenibilità è una forma di sviluppo in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri [1].

Con l'Agenda 2030, sottoscritta dai 193 Paesi membri dell'ONU, viene definito un programma d'azione per garantire un miglior futuro al pianeta. Alla base dell'Agenda vi sono gli SDGs, ovvero gli obiettivi di sviluppo sostenibile: gli Stati firmatari si sono impegnati a raggiungere tali obiettivi che affrontano tematiche economiche, sociali ed ambientali entro il 2030 .

Tutte le organizzazioni e gli attori della società, incluse le aziende pubbliche e private sono chiamate a contribuire al raggiungimento degli obiettivi SDGs.

L'impegno da parte dell'impresa nella creazione di valore sostenibile viene misurato sia attraverso l'adozione di obiettivi SDGs che attraverso il rating ESG.

Il rating viene stimato da provider finanziari, principalmente attraverso l'analisi delle informazioni pubblicate dalle stesse imprese relativamente agli sviluppi ESG, ovvero relativi alle aree Environmental, Social e Governance.

Il rating ESG è alla base degli investimenti ESG: nella scelta della composizione del portafoglio titoli vengono tenuti in considerazione fattori ambientali, sociali e di governance. [2]

Pertanto, attraverso la valutazione dei fattori ESG viene migliorata l'analisi finanziaria tradizionale, stimando rischi e opportunità con un'ottica di lungo periodo.

Molteplici studi hanno analizzato le principali determinanti del passaggio ad un modello economico sostenibile. Nella tesi si vuole dimostrare se la presenza di donne e di amministratori indipendenti nel Consiglio di Amministrazione impatti positivamente o meno l'adozione di politiche volte alla generazione di valore sostenibile.

La scelta di questi due tematiche è dettata dall'importanza che la diversità di genere e l'indipendenza del CdA hanno acquisito negli ultimi decenni, in particolare facendo riferimento alla proroga del 2019 della legge Golfo-Mosca e al nuovo Codice di Autodisciplina 2020.

La diversità di genere nel CdA, in Italia, è stata affrontata in maniera risolutiva con la legge Golfo-Mosca del 2011.

La legge prevede che i Consigli di Amministrazione delle società quotate e a delle società controllate direttamente o indirettamente da pubbliche amministrazioni presentino al loro interno un terzo dei consiglieri di genere femminile.

La legge Golfo-Mosca è stata prorogata nel 2019 per ulteriori tre mandati e viene richiesto che il genere meno rappresentato, ottenga almeno due quinti dei membri effettivi del Consiglio di Amministrazione, piuttosto che un terzo. [3]

Nel nuovo Codice di Autodisciplina 2020, invece, viene rinforzata la componente indipendente all'interno del CdA: nelle grandi società viene suggerita l'adozione di una componente indipendente pari ad almeno la metà dei componenti nel CdA, la cui componente era pari a 1/3 nei precedenti codici.

Nel nuovo Codice viene definito come principale obiettivo dell'impresa il perseguimento del "successo sostenibile della società", definito come la "creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholders rilevanti per la società" [4]

In virtù da quanto suggerito dal nuovo Codice, nella definizione e implementazione dei piani strategici e industriali, gli amministratori dovrebbero tenere conto anche di fattori ESG ovvero ambientali, sociali e di governance.

Poiché le società quotate sono tenute, in virtù della legge Golfo Mosca e del Nuovo Codice di Autodisciplina, ad incrementare sia il numero di donne nel CdA che di Amministratori indipendenti, ci si chiede che impatto abbia la diversità di genere e l'indipendenza del CdA, sulla creazione di valore sostenibile.

Pertanto, è stata condotta un'analisi sperimentale su dei dati panel di società quotate sulla borsa di Milano, considerando come indicatori di sviluppo sostenibile sia l'adozione di SDGs che il rating ESG.

Nello studio condotto gli effetti causali della gender diversity e dell'indipendenza del CdA sono stati testati attraverso delle analisi di regressione. L'analisi è stata effettuata tenendo separato il campione costituito da società operanti dal settore bancario dal campione costituito da società operanti in altri settori ed è stato utilizzato il software statistico STATA.

CAPITOLO 1: CORPORATE GOVERNANCE

È necessario definire preliminarmente l'evoluzione del significato attribuito alla concezione di impresa prima di poter definire correttamente la Corporate Governance. Secondo la teoria Neoclassica l'impresa è una "black box", che trasforma input in output con l'obiettivo di massimizzare i profitti. Questa visione di impresa è molto limitata poiché non tiene in considerazione i conflitti di interesse che si possono generare fra gli individui. Secondo teorie più recenti, l'impresa non può essere semplificata ad un meccanismo di massimizzazione dei profitti, poiché la "black box" non tiene conto né dei legami esistenti fra gli individui nel contesto aziendale né del comportamento dei manager. Una ricerca indipendente guidata da Coase, ed estesa da Alchian, Demsetz, e altri si è incentrata sulla definizione dei diritti di proprietà, introducendo l'importanza dei contratti all'interno dell'impresa: la determinazione dei diritti di proprietà influenza fortemente la condotta degli individui, e nel caso specifico, dei manager. Durante la fase di contrattazione vengono definiti i diritti di proprietà implicitamente o esplicitamente. La relazione principale-agente è definita da Michael Jensen e William H. Meckling come "un contratto in base al quale una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente" [5]. L'agente potrebbe essere indotto ad attuare comportamenti opportunistici a causa dell'asimmetria informativa esistente fra le parti e poiché gli interessi del principale e dell'agente non sono sempre coincidenti. La relazione principale-agente porta, inevitabilmente, a dei costi di agenzia, i quali includono: costi di monitoring a carico del principale, costi sostenuti dall'agente per dimostrare il suo sforzo e una parte residua di costo opportunità. Jensen e Meckling, dunque, danno inizio al dibattito sull'importanza della Corporate Governance, la quale contribuisce alla riduzione dell'inefficienza dovuta ai problemi di agenzia. La consapevolezza dell'esistenza di un problema di agenzia fra le parti ha permesso di elaborare metodi per ridurre queste inefficienze, come, ad esempio, lo sviluppo di sistemi di remunerazione incentivanti dei manager.

Si perviene, dunque, ad una nuova visione di impresa: questa viene concepita come una finzione legale dove gli obiettivi contrastanti degli individui vengono portati in equilibrio attraverso una serie di rapporti contrattuali. [6]

L'impresa, tuttavia, è definita anche da elementi non contrattuali, come ad esempio, l'allocazione della proprietà: poiché non tutte le contingenze future sono prevedibili e i contratti sono incompleti, chi detiene la proprietà ha la possibilità di prendere le decisioni in tutte le circostanze non definite nel contratto iniziale.

Si può intuire come l'aspetto proprietario sia determinante al fine della contrattazione considerando l'esempio di un rapporto di fornitura duraturo nel tempo in presenza di investimenti specifici e sunk costs.

L'esito dell'accordo, infatti, è determinato dai costi associati alla migliore alternativa per entrambe le parti, dal contesto istituzionale e da chi detiene gli asset. [7] Il sistema di Governance è definito da Luigi Zingales come "l'insieme complesso di vincoli che determinano la contrattazione ex post delle quasi rendite generate nel corso della relazione, intendendo per quasi rendita la differenza fra il valore generato dalle due imprese assieme rispetto a quanto possono ottenere nel mercato". [7] L'allocazione dei diritti residuali di controllo, ovvero il diritto di decidere ogni qual volta il contratto è tacito, definisce strettamente il sistema di incentivi definito ex ante, poiché alla parte che detiene tali diritti spetta una quota maggiore di surplus, il quale è diviso ex post. Chi detiene il controllo, infatti, ha un maggiore opportunità di scelta, e ha la possibilità di riservarsi migliore alternativa. l'allocazione dei diritti residuali di controllo e dunque una maggiore quota di surplus, spetta agli azionisti di una società in quanto questi rappresentano la parte più esposta al rischio di impresa. D'altra parte, il controllo disincentiva la specializzazione degli asset, poiché inevitabilmente ne deriva una perdita di opportunità e dunque una minore quasi-rendita.

Se quindi il controllo spetta agli azionisti, la gestione degli asset va delegata ad un altro organo, ovvero il board of directors. Tuttavia, la scissione della gestione e del controllo è economicamente efficiente qualora agli amministratori venga garantita piena autonomia decisionale. La relazione che si instaura fra le parti è del tipo principale-agente, e quindi, al fine di incentivare gli amministratori a lavorare negli interessi degli azionisti e più in generale degli stakeholders, è necessario sviluppare un adeguato sistema di incentivi. Lo sviluppo di schemi incentivanti per i manager viene considerato un meccanismo interno di Corporate Governance. Questa, infatti, si occupa di minimizzare le inefficienze di contrattazione ex-post, di favorire attività power enhancing e minimizzare quelle power seekeng, inoltre, di allocare il rischio residuale alla parte meno avversa. [7]

Sebbene non esista un modello di Corporate Governance ottimale, adattabile a tutte le imprese quotate, l'obiettivo principale della governance aziendale è la creazione di valore nel lungo periodo ed è fondamentale che gli azionisti e gli stakeholders siano consapevoli delle strutture e meccanismi adottati dall'azienda per poter raggiungere tale obiettivo. [8]

1.1 Meccanismi interni ed esterni di Corporate Governance

La Corporate Governance viene definita da Shleifer e Vishny come l'insieme delle modalità attraverso cui i fornitori di risorse finanziarie si assicurano dei ritorni sugli investimenti positivi. Per far sì che gli investitori si assicurino dei ritorni adeguati, sono stati individuati dei meccanismi interni ed esterni di Corporate Governance, che hanno il compito di ridurre i conflitti di interessi che sorgono dalla separazione di proprietà e controllo, ovvero tra manager e investitori.

I meccanismi esterni si attivano nel momento in cui falliscono quelli interni, il principale è la minaccia di takeover, connessa alla possibilità di una scalata.

Se un'azienda è gestita da un management inefficiente, il prezzo delle azioni tende a scendere, aumenta la probabilità che avvenga una scalata e dunque che venga alterato l'assetto gestionale dell'azienda. I manager, per mantenere la propria posizione, sono indotti a mantenere una buona condotta operando nell'interesse degli azionisti. Tale minaccia è tanto più credibile quanto più l'azionariato è diffuso e il mercato finanziario efficiente. Il management, inoltre, è indotto ad agire nell'interesse aziendale sia per timore di essere sostituito che per proteggere la propria reputazione e accrescere il proprio valore nel mercato dei manager. Il sistema normativo del paese e i codici di condotta adottati dalle aziende determinano fortemente la protezione degli investitori e dunque la misura in cui i mercati finanziari sono sviluppati.

Per quanto concerne i meccanismi interni di Corporate Governance, il principale è rappresentato dalla presenza del Consiglio di Amministrazione, il cui organo è rappresentativo della democrazia degli azionisti.

I membri, nominati dall'assemblea degli azionisti, hanno il compito di controllare l'operato dei manager e nominare e revocare gli amministratori delegati. Inoltre, la presenza di amministratori indipendenti funge da strumento di monitoring sul management per tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza e più in generale degli stakeholders. Queste figure sono, in genere, esperti del settore che ricoprono un ruolo di assistenza e consulenza verso la società. Tuttavia, l'impossibilità di accedere a informazioni note solo ai manager, essendo tali figure estranee alla gestione dell'impresa, impedisce di espletare completamente la propria funzione.

Per poter allineare gli interessi del management con quelli degli azionisti, è necessario sviluppare uno schema di retribuzione incentivante basato sulle prestazioni che prescinde dallo stipendio erogato. Questi schemi remunerativi prevedono l'assegnazione di bonus e premi azionari ai dirigenti dell'azienda. Tuttavia, queste forme di remunerazione sono connesse a risultati di breve periodo. Per

incentivare la creazione di valore a lungo termine e invogliare il management a intraprendere progetti promettenti con ritorni economici che emergono soltanto nel lungo periodo, si utilizzano le stock options. Si tratta di strumenti finanziari che prevedono il diritto di acquistare le azioni della società ad un prezzo fissato, entro un determinato arco temporale. Il management è incentivato a investire in progetti più ambiziosi, in modo da far aumentare il valore dell'impresa nel lungo periodo e guadagnare sulla differenza fra il prezzo pagato per l'acquisto di stock options e il valore delle azioni dopo che il progetto è stato intrapreso. Tuttavia, questi strumenti possono indurre il management a adottare un atteggiamento disonesto e a perseguire progetti troppo rischiosi.

La struttura del capitale e in particolare la presenza di debito è un importante strumento interno di Corporate Governance poiché questo vincola la discrezionalità manageriale, a causa dei vincoli che vengono imposti dalle banche, inoltre la minaccia di fallimento in caso di mancato rimborso può fungere da deterrente nella scelta di progetti con NPV negativo o nell'adozione di una condotta non ottimale. Per quanto riguarda la struttura proprietaria, la presenza di un manager che possiede quote significative dell'azienda funge da strumento di Corporate Governance, poiché una parziale sovrapposizione di proprietà e controllo riduce i conflitti di interesse esistenti fra principale agente e aumenta il valore dell'impresa [9]. Tuttavia, il controllo induce l'azionista ad estrarre benefici privati di controllo a danno degli azionisti di minoranze e inoltre all'aumentare della quota azionaria aumenta l'avversione al rischio da parte del management che porta ad una allocazione non ottimale delle risorse. Morck, Shleifer e Vishny (1988) e McConnell e Servaes (1990) ritengono che la proprietà di quote dell'impresa da parte di manager incrementi il valore aziendale, tuttavia, oltre un certo livello, il valore dell'impresa tende a diminuire a causa dell'appropriazione di benefici privati di controllo da parte degli insiders. Soprattutto in presenza di un azionariato molto frammentato è molto comune che gli azionisti si comportino da free-rider, poiché non hanno incentivi a spendere risorse in operazioni di monitoring. In presenza di un Large share-holder o un investitore istituzionale, il management assume un comportamento più responsabile poiché queste figure lo espongono al rischio di take-over avendo forti interessi ad effettuare monitoring e ad intervenire nel processo decisionale dell'impresa.

1.2 International Corporate Governance

L'analisi comparata dei sistemi di Corporate Governance vigenti nei vari paesi ha permesso di identificare gli elementi di discordanza fra i vari sistemi economici e si pone l'obiettivo di validare la possibilità di una convergenza dei vari modelli verso un unico sistema ottimale.

La differente allocazione dei diritti di proprietà e controllo e la diversa concentrazione del capitale azionario è la principale causa delle differenze esistenti fra i vari paesi in ambito di Corporate Governance. Negli Stati Uniti il sistema di Governance è basato su un azionariato molto disperso e frammentato che non partecipa alla gestione aziendale, in Germania gli stockholders sono costituiti principalmente da banche mentre le aziende italiane, in genere a conduzione familiare, si differenziano per un azionariato molto concentrato. L'adozione di meccanismi interni ed esterni di Corporate Governance, ha una maggiore efficacia in dipendenza del grado di dispersione del capitale azionario. Nel momento in cui il capitale è più concentrato, è stata analizzata una maggiore tendenza all'appropriazione di benefici privati di controllo. Negli Stati Uniti, infatti, tale pratica non è molto diffusa, a differenza dei paesi ad alta concentrazione di capitale. Zingales riconduce l'elevato premio per il controllo in Italia, il maggiore di tutti i sistemi economici sviluppati, ad una bassa tutela dei diritti degli azionisti di minoranza.

L'adozione del codice di Autodisciplina da parte delle aziende comporta l'introduzione all'interno dei consigli di amministrazione di amministratori indipendenti.

Secondo gli studi effettuati da Wymeersch è più probabile che la compliance venga attuata nel Regno Unito piuttosto che in Europa continentale poiché, essendo l'azionariato più disperso, è maggiore la necessità di protezione degli azionisti di minoranza, mentre con un azionariato più concentrato è probabile che l'azionista di maggioranza si opponga all'introduzione di amministratori indipendenti per non rinunciare al premio per il controllo. [9]

Vishny ha dimostrato attraverso analisi empiriche la forte correlazione esistente fra tutela degli azionisti di minoranza e sviluppo dei mercati finanziari ed economico di un Paese. Il grado di protezione degli investitori è molto differente nei diversi paesi del mondo e dipende dal sistema legislativo vigente. Per avere un sistema di Corporate Governance efficiente è necessario raggiungere un livello di riserva minimo di protezione legale. Nonostante i sistemi di Corporate Governance siano differenti fra i vari paesi, Hansmann e Kraakman (2000), sostengono che probabilmente questi sistemi convergeranno verso un unico sistema di Governance, ovvero quello anglosassone. I fattori che determinano questa possibile convergenza sono essenzialmente tre: il fallimento dei modelli alternativi, le pressioni competitive del commercio globale e un consenso sempre più diffuso sul fatto che i manager dovrebbero agire nell'interesse di tutti gli azionisti. [9]

La globalizzazione è la principale causa dell'influenza reciproca che è avvenuta fra i vari sistemi giuridici: ne è dimostrazione di ciò lo snellimento della burocrazia in Europa e l'adozione di una

rigorosa regolamentazione finanziaria negli Stati Uniti con l'introduzione della legge Sarbanes-Oxley. [10]

La convergenza verso il modello unico di Corporate Governance è sostenuta fortemente dalla globalizzazione: consistenti investimenti esteri da parte di investitori istituzionali statunitensi e la consapevolezza che mercati basati su capitale di rischio favoriscono l'innovazione, hanno sollecitato le società europee a cambiamenti significativi nei propri sistemi di Corporate Governance. Le istituzioni, infatti, sono fortemente influenzate da meccanismi di selezione ambientale e i sistemi di Governance rispondono alle pressioni da parte dell'ambiente esterno.

Le istituzioni nazionali sono così plasmate dalla "tettonica a placche di Corporate Governance, in cui le richieste delle circostanze attuali si oppongono all'influenza delle condizioni iniziali." [11]

La convergenza viene ostacolata dalla forte path dependency e dal set di risorse complementari di cui il paese dispone. Laddove il sistema economico sia molto differente rispetto a quello anglosassone e non siano presenti risorse complementari, come, ad esempio, la presenza di venture capitalist o grossi fondi di investimento, la resistenza al cambiamento è molto elevata, e il processo evolutivo verso il sistema di Corporate Governance statunitense è più lento.

1.3 Struttura del Consiglio di Amministrazione

In Italia sono riconosciuti tre sistemi di Corporate Governance: il sistema monistico, largamente diffuso negli Stati Uniti, il sistema dualistico, tipicamente tedesco, e il sistema tradizionale.

Il sistema tradizionale, il più adottato in Italia, prevede la nomina, da parte dell'Assemblea dei soci, di due organi: il Consiglio di Amministrazione, addetto alla gestione e il Collegio Sindacale, addetto al controllo.

Nel sistema tradizionale la separazione fra gestione e controllo sulla gestione è fortemente marcata. Il CdA può delegare alcune sue funzioni al comitato esecutivo, che è un organo collegiale, oppure a uno o più amministratori delegati.

Nel Sistema Monistico la gestione e il controllo sono esercitati dello stesso organo: viene meno il Collegio Sindacale che viene sostituito dal Comitato per il Controllo sulla Gestione, nominato dal CdA.

In questo sistema, dunque, gli addetti al controllo sono nominati dagli stessi soggetti controllati. Il dualistico, invece, prevede la presenza due organi collegiali all'interno del CdA: il Consiglio di

Sorveglianza, eletto dall'assemblea dei soci, e il Consiglio di Gestione, eletto dal Consiglio di Sorveglianza.

Anche nel sistema dualistico e monistico è possibile delegare ad alcuni componenti le proprie attribuzioni, tuttavia il comitato esecutivo non è previsto nel sistema dualistico.

Il Consiglio di Amministrazione è un organo collegiale, infatti per poter deliberare è necessario che vi siano un certo numero di voti favorevoli e che si raggiunga il quorum costitutivo.

Gli attori principali del Consiglio di Amministrazione sono: il Presidente, il CEO, gli amministratori e i comitati.

Il presidente del CdA presiede l'organo collegiale, convoca e gestisce le sedute del consiglio, garantendo un'efficace prosecuzione dei lavori consiliari. [4]

Il CEO (chief executive officer) o amministratore delegato è la carica più importante all'interno della società e si assume le responsabilità delle principali decisioni strategiche e gestionali intraprese dalla società.

La carica di CEO e di presidente del CdA è spesso ricoperta dalla stessa persona, tuttavia, per garantire l'imparzialità, in questi casi è opportuna la nomina di un lead director da parte degli amministratori indipendenti.

Gli amministratori si distinguono in esecutivi non esecutivi. Gli amministratori esecutivi sono coloro a cui vengono demandate deleghe gestionali o che fanno parte del comitato esecutivo. La presenza di amministratori non esecutivi all'interno del consiglio assicura un controllo sulla gestione, mitigando il possibile conflitto di interesse esistente fra gli amministratori esecutivi, soprattutto in sede di votazione. Inoltre, il controllo sulla gestione è rinforzato dalla presenza di amministratori indipendenti, ovvero degli amministratori non esecutivi, che, soddisfacendo alcuni requisiti personali, operano esclusivamente nell'interesse della società.

All'interno del CdA è possibile istituire dei comitati con funzioni istruttorie, propositive e consultive, in materia di nomine, remunerazioni e controllo e rischi. [4]

1.4 Ruolo del Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione è uno dei principali meccanismi interni di Corporate Governance, essendo l'organo addetto alla tutela degli interessi degli azionisti. Il CdA definisce infatti la strategia aziendale sotto la supervisione degli azionisti, i quali devono garantire al management la discrezionalità dell'utilizzo delle risorse, per accrescere il valore economico dell'impresa e raggiungere obiettivi economici di breve e lungo periodo. Il CdA nomina e delega e può revocare al CEO e al top management la gestione dell'impresa, tuttavia in alcune circostanze, soprattutto in periodi di crisi, può richiedere un coinvolgimento in attività operative. [8] Il CdA determina il piano di successione del CEO e degli addetti al management per garantire la continuità aziendale. Inoltre, il CdA approva e monitora i piani strategici presentati dal management, verifica se questi sono coerenti con la propensione al rischio della società e ne supervisiona l'operato, con l'obiettivo della creazione del valore nel lungo periodo. Il Consiglio stabilisce gli schemi di remunerazione del management, definendone gli obiettivi di performance determinanti per la parte variabile, e inoltre si occupa dei rapporti con i revisori esterni. Tuttavia, lo spazio di manovra del CdA è spesso limitato, infatti soprattutto in caso di CdA ristretti, il CEO può avere un peso determinante sia nella nomina dei membri del management che nell'approvazione dei piani strategici.

È responsabilità del consiglio monitorare i bilanci annuali e valutare che gli indicatori di performance economica e finanziaria siano corretti, denunciando attività fraudolente e lesive per la società e gli stakeholder, verificandone la correttezza e la conformità del materiale informativo fornito agli azionisti. Il CdA approva e monitora i budget aziendali presentati dal management, valutandone la fattibilità, la coerenza alla strategia di impresa e confronta se quanto programmato sia coerente o meno con i risultati conseguiti. Il CdA definisce il sistema di Corporate Governance che si adatta maggiormente alla vision aziendale, valutandone l'adeguatezza del sistema organizzativo e gestionale. [4]

Qualora il consiglio ritenga necessario apportare modifiche sostanziali al sistema di governo societario, come la decisione di variare le dimensioni del CdA o lo stesso modello societario, sottopone la decisione all'Assemblea dei Soci giustificandone le motivazioni della proposta e gli effetti attesi.

La responsabilità e l'efficacia dello sviluppo ed implementazione dei piani strategici ricade sul CEO e il management: questi sono responsabili della creazione di valore a lungo termine, implementano piani una volta approvati dal CdA, rispettando le modifiche suggerite dal consiglio. Il management

inoltre deve tenere informato il CdA riguardo ai rischi a cui l'azienda è esposta, sviluppi e cambiamenti significativi nella strategia aziendale e allocazione del budget.

1.5 Caratteristiche Consiglio di Amministrazione

Alcune caratteristiche peculiari del CdA, quali dimensioni, composizione e caratteristiche individuali, impattano fortemente sulle performance aziendali.

È stato dimostrato come la diversità culturale, etnica, di genere e anagrafica degli individui che compongono il Consiglio di Amministrazione, contribuisca positivamente ai risultati di impresa.

Un'elevata varietà dei costituenti del board permette una maggiore comprensione del mercato, fornisce maggiori opportunità di creatività e confronto poiché l'apporto di prospettive differenti comporta una risoluzione più efficace dei problemi. [12] Sono state trovate delle relazioni statisticamente positive tra la presenza di donne o minoranze nel CdA e il valore dell'azienda, tuttavia è stato dimostrato come la frazione di donne e minoranze nel CdA diminuisca all'aumentare del numero di insiders presenti. [12]

Tali studi dimostrano la reticenza da parte degli insiders ad ampliare le proprie prospettive, non sfruttando i vantaggi legati all'intreccio di una visione più tradizionale, che garantisce continuità nella gestione, con nuove figure portatrici di nuove competenze che arricchiscono il valore dell'impresa garantendo un confronto più variegato.

Il mix di competenze degli amministratori è favorito da dimensioni maggiori del CdA.

Una CdA più numeroso permette, infatti, di analizzare l'impresa da molteplici angolazioni e di giungere a soluzioni economicamente efficienti grazie alla compresenza di individui con skills e background culturale differenti. Dimensioni più ampie, inoltre, favoriscono anche una minore ingerenza e possibilità di prevaricazione da parte del CEO.

Nel caso di CdA di dimensioni ridotte, l'Amministratore Delegato, ha una maggiore possibilità di manovrare le decisioni a danno della società, aumentando il rischio di opportunismo. Tuttavia, all'aumentare delle dimensioni aumenta sia la complessità che la durata del processo decisionale, infatti si potrebbero creare fazioni contrapposte, e ciò determinerebbe un allungamento dei tempi decisionali.

Considerando questi fattori, si è ipotizzato che la relazione fra dimensioni del CdA e performance di impresa fosse non lineare, la cui relazione è rappresentata da una U rovesciata. [13]

La performance dell'impresa, infine, è fortemente determinata dalla facilità con cui i membri riescono a interfacciarsi fra di loro, con i middle manager e, in generale, con gli stakeholder dell'azienda. Degli efficaci scambi informativi fra gli individui ed una corretta allocazione dei task incrementano la probabilità di implementare una strategia efficiente.

La mancanza di coinvolgimento degli amministratori all'interno dell'impresa determina una struttura interna inefficiente: il board ha il ruolo di determinare la strategia aziendale tenendo conto delle problematiche emerse ai vari livelli operativi, laddove siano presenti difficoltà di comunicazione e cooperazione con il middle management, le performance dell'impresa sono compromesse. [13]

La scelta delle dimensioni ottimali del CdA dipende, infine, anche da caratteristiche peculiari dell'impresa, del settore in cui opera e del sistema di Corporate Governance adottato: non è possibile giungere ad un dimensionamento efficiente standard valido per tutte le imprese poiché bisogna scegliere il corretto trade-off in relazione alla specifica situazione aziendale.

1.6 CEO Chair Duality e performance di impresa

La sovrapposizione del ruolo di CEO e Presidente del CdA potrebbe portare ad un conflitto di interessi, essendo il CdA l'organo addetto al monitoring dell'operato del CEO e del Management. Il modello duale, dove i due ruoli sono eseguiti da un singolo individuo, è quello prevalente, tuttavia il numero di aziende che hanno deciso di scindere questi due ruoli è in notevole crescita.

In letteratura sono presenti visioni discordanti riguardo tale argomento, infatti, a entrambe le strutture sono associati costi e benefici, anche in questo caso la scelta del modello ottimale dipende dalla situazione specifica della singola azienda.

Sicuramente alla struttura duale, è associata ad una visione più tradizionale di impresa: i sostenitori di questo modello, infatti, rimarcano come la concentrazione dei poteri, aumenti la possibilità di implementazione della strategia.

Se le due cariche si sovrappongono, vengono meno costi significativi connessi al trasferimento di informazioni fra CEO e Presidente e il rischio di conflitti all'interno del CdA.

Tuttavia, è innegabile che la struttura duale favorisca la possibilità che l'Amministratore Delegato agisca nell'interesse personale piuttosto che in quello degli azionisti, aumentando il rischio di opportunismo.

Aldilà dell'interesse personale, tale struttura non permetterebbe il corretto funzionamento del meccanismo di monitoring del CEO, essendo il Presidente la principale figura addetta alla supervisione, valutazione e licenziamento del CEO. [14]

La presenza di un singolo individuo che ricopre entrambe le cariche all'interno del CdA, influenzerebbe fortemente l'operato di tale Organo che risulterebbe limitato nell'esercizio del ruolo di supervisione in tutela degli azionisti.

Molti corpi di ricerca si sono concentrati su questo tema, in particolare è stato dimostrato empiricamente da Freire come la sovrapposizione di questi ruoli impatti negativamente sull'efficienza dell'operato degli amministratori indipendenti, riducendo le performance. [15]

Dunque, adottare un sistema duale, dimostra certamente una riluttanza da parte delle imprese nell'adozione di meccanismi di Corporate Governance. [16]

Nonostante il modello duale possa essere compensato dall'introduzione di altri meccanismi di Corporate Governance, come schemi di remunerazione incentivanti o rischio take-over, tale sovrapposizione comporta un accentramento del potere che può essere dannoso nei confronti dell'impresa e degli stakeholders, inoltre interferisce negativamente anche su altri meccanismi di Governance quale l'adozione di amministratori indipendenti e il meccanismo di tutela degli azionisti connesso al CdA.

Laddove, a seguito di una valutazione del tipo costi/benefici, risulti conveniente adottare un modello duale, per garantire l'equità e tutelare gli stakeholder dell'impresa, è necessario nominare un Lead Director.

Tale figura è nominata dagli Amministratori Indipendenti e ha il compito di avere giudizio al di sopra delle parti non condizionato da interessi personali.

Il Lead Independent Director è il punto di riferimento degli amministratori non esecutivi, presiede le riunioni degli Amministratori Indipendenti e affianca il presidente del Consiglio, assicurandosi che non vi sia abuso di potere da parte del CEO-Presidente.

1.7 Codice di Autodisciplina

L'adozione di meccanismi di Corporate Governance da parte delle aziende è stata favorita dall'introduzione di codici di best practices. Il Cadbury Report, di matrice anglosassone, ha innescato un processo di diffusione di questi codici all'interno dei vari Stati. Infatti, tale codice è diventato il modello sia all'interno del contesto europeo ma anche a livello mondiale, fornendo una convergenza

concettuale sugli standard di Corporate Governance. [17] Il codice propone delle linee guida per allineare gli interessi degli amministratori, in particolare del CEO, con quelli degli azionisti, coerentemente ad una visione più classica di Corporate Governance.

Tale codice pone le sue fondamenta su un azionariato molto disperso, tipico della public company inglese, una netta separazione di proprietà e controllo e un mercato di capitali ben funzionante, pertanto, potrebbe non essere replicato in Stati dove la struttura del capitale è molto differente, come l'Italia.

I Codici di buona condotta, infatti, dovrebbero essere modellati in relazione al particolare contesto istituzionale, sulle orme del Cadbury Report.

Trattandosi di codici volontari, una maggiore riluttanza all'adozione è connessa ad aziende con azionariato molto concentrato a gestione familiare, poiché l'adozione di tali codici limita la possibilità di appropriazione di benefici privati di controllo. [17]

Anche Italia, nel 1999, è stato stilato il primo Codice di Autodisciplina, in linea con il modello anglosassone, rivolto principalmente alle società quotate, per incentivare gli investitori internazionali ad investire in Italia.

Tale codice è stato redatto da un Comitato apposito, i cui partecipanti erano costituiti dal presidente di Borsa Italiana, investitori e rappresentanti di grandi gruppi industriali e bancari.

Il codice di Autodisciplina italiano è rivolto principalmente ai Consigli di Amministrazione delle imprese quotate, infatti tale organo è riconosciuto come principale meccanismo di Corporate Governance. Il codice dispone di alcune raccomandazioni che le aziende sono tenute a seguire. Queste riguardano la presenza di una componente non esecutiva, la nomina di amministratori indipendenti ed enfatizzano fortemente il ruolo del Presidente del CdA, il quale ha la responsabilità del funzionamento del Consiglio. Inoltre, viene suggerita l'introduzione di un apposito comitato per le proposte di nomina, per evitare l'elezione amministratori in conflitto di interessi con la società.

Una ulteriore sezione è dedicata agli schemi di remunerazione degli amministratori, in particolare del CEO.

Nel Codice emerge l'importanza della determinazione di una parte variabile connessa ai risultati raggiunti, in modo da massimizzare l'impegno degli amministratori nella gestione della società sia nel breve che nel lungo periodo.

Nel momento in cui un'azienda decide di adottare il codice, deve indicare la motivazione degli eventuali scostamenti nella relazione del governo societario e specificare il comportamento adottato in alternativa alla best practice. [4]

Il codice di autodisciplina può essere adottato a prescindere dal sistema di governance scelto, che si tratti di imprese con sistema tradizionale, monistico o dualistico.

Il Codici di Autodisciplina 2020 presenta alcune novità rispetto ai precedenti. Innanzitutto, viene rinforzata la componente indipendente all'interno del CdA: nelle grandi società viene suggerita l'adozione di una componente indipendente pari ad almeno la metà dei componenti nel CdA, la cui componente era pari a 1/3 nei precedenti codici.

Inoltre, viene enfatizzata la necessità, da parte del CdA, di operare non soltanto nell'interesse degli azionisti ma anche tenendo in considerazione principi di sostenibilità nella redazione di piani industriali e nella stesura della strategia: l'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile. [4]

L'introduzione della sostenibilità come principio guida del CdA dimostra come i sistemi di Governance evolvano nel tempo, condizionati sia dalle necessità mutevoli da parte delle società ma anche dalle pressioni da parte dell'ambiente esterno.

1.8 Differenza fra paesi Common Law e Civil Law

È possibile distinguere fra due principali tradizioni giuridiche: il civil law e il common law. Il primo, le cui origini sono da ricercare nel diritto romano, costituisce la base per gran parte degli ordinamenti al mondo, è diffuso soprattutto in Europa continentale e nelle ex colonie europee. All'interno dell'ordinamento del civil law sono identificabili tre sottofamiglie: francese, che si è evoluta nel periodo napoleonico, germanica e scandinava. La famiglia giuridica scandinava viene normalmente considerata come parte della tradizione di civil law, nonostante il suo diritto sia più distante al diritto romano rispetto alle famiglie giuridiche francese e tedesca.

Il common law invece, è una tradizione giuridica nata in Inghilterra, diffusasi nella maggior parte ex colonie britanniche, fra cui Stati Uniti, Canada, Australia, India e Sud Africa. Esistono anche altre classificazioni degli ordinamenti giuridici, ad esempio Zweigert e Kotz introducono il concetto di stile, tenendo in considerazione: il contesto e lo sviluppo storico dell'ordinamento, l'approccio alle questioni di carattere giuridico, le istituzioni che lo contraddistinguono, le fonti giuridiche riconosciute e la loro gestione. Tenendo in considerazione questi aspetti, vengono identificati otto famiglie di ordinamenti giuridici:

- famiglia romanistica
- famiglia germanica

- famiglia scandinava
- famiglia di common law
- famiglia socialista
- famiglia dell'estremo Oriente
- famiglia islamica
- famiglia induista

Nel civil law, le decisioni dei giudici sono guidate dalla legge. La magistratura, infatti, ha il compito di applicare la normativa vigente, la quale è codificata in codici e corpi normativi, declinandola nelle fattispecie specifiche.

Nel common law le decisioni dei giudici sono guidate dalle sentenze precedenti in materia. Rispetto al civil law, il diritto scritto e la normativa assumono un ruolo meno preponderante. Nella tradizione di civil law il potere pubblico è più intrusivo rispetto alla common law, inoltre la struttura del processo tende a essere inquisitoria piuttosto che accusatoria.

Pistor (2006) afferma che il civil law mira alla “esecuzione di direttive politiche”, mentre il common law mira alla “risoluzione delle controversie”. Le tradizioni giuridiche impattano fortemente sulla corporate governance di un paese, un'analisi empirica accurata è proposta da un gruppo di economisti che lavorano negli Stati Uniti (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, di qui in avanti LLSV), il cui obiettivo è quello di sviluppare un set di indicatori per misurare principalmente il livello di protezione legale offerto agli azionisti di minoranza. Gli scritti di LLSV dimostrano come nei paesi di common law vi sia una maggiore protezione degli azionisti di minoranza rispetto al quelli di civil law, inoltre, nella loro visione, una maggiore tutela determina un maggiore sviluppo dei mercati finanziari, un accesso alla finanza agevolato e un azionariato più disperso. [10] Poiché una maggiore protezione degli investitori funge da deterrente nell'attuare comportamenti opportunistici da parte del vertice e degli azionisti di maggioranza e inoltre una maggiore tutela incentiva gli azionisti a investire nel capitale di rischio delle imprese, ne deriva uno sviluppo di mercati finanziari più avanzati e sofisticati.

Inoltre, dall'analisi di LLSV viene dimostrato come nei paesi in cui vige il common law il mercato del lavoro sia più efficiente e come vi sia una minore corruzione. Il sistema normativo dei paesi common law è più snello rispetto al civil law, inoltre, il primo sistema punta al sostegno dei mercati piuttosto che alla loro sostituzione, coerentemente con l'analisi di LLSV. Infatti, anche nel momento in cui siano presenti delle problematiche sociali, i sistemi common law puntano alla risoluzione di questi con strumenti privatistici e contenzioso mentre nel civil law è più frequente l'intervento

pubblico. Poiché le scelte della magistratura nei sistemi common law sono determinate dalle sentenze precedenti piuttosto che da norme codificate, fenomeni come self-dealing e tunnelling sono sanzionati più facilmente rispetto al civil law. Nei paesi dove vige questo ordinamento, infatti, il giudizio su queste attività viene determinato sulla base della rispondenza con codici e norme, piuttosto che sulla correttezza nei confronti degli azionisti di minoranza. Inoltre, un sistema normativo altamente codificato e formalizzato, potrebbe indurre i detentori del controllo ad eludere la legge, attuando dei comportamenti scorretti nei confronti degli azionisti di minoranza, ma conformi dal punto di vista legale. Il tunnelling è una pratica espropriativa posta in essere dall'azionista di maggioranza a danno degli azionisti di minoranza. possibile distinguere due tipologie di tunnelling. Con la prima si fa riferimento principalmente alla pratica di self-dealing, ovvero il trasferimento, a proprio vantaggio, di risorse economiche dall'azienda all'azionista di controllo, il quale, in genere, ricopre anche importanti cariche al vertice gestionale. Queste operazioni possono essere di natura illegale, come furti e frodi, le quali sono perseguibili in ogni paese al di là del particolare ordinamento giuridico, ma esiste un'ampia gamma di attività, che, seppur opinabili dal punto di vista etico, vengono trattate in maniera differente in relazione al sistema giuridico vigente. [18] Fra queste attività rientrano: l'attribuzione di compensi eccessivi agli amministratori, prezzi arbitrari e contratti favorevoli per gli azionisti di controllo. Con la seconda ci si riferisce ad operazione di diluizione, con il fine di aumentare la quota dell'azionista di maggioranza senza trasferimenti di risorse. Fra queste operazioni si possono identificare quelle di insider trading, operazioni di freeze-out e squeeze-out e acquisizioni striscianti. Esistono strutture proprietarie che favoriscono queste pratiche, come strutture piramidali e partecipazioni incrociate. Attraverso una struttura piramidale, l'azionista che controlla il vertice della piramide ha il controllo su tutte le aziende di livello inferiore, dunque può effettuare manovre di self-dealing, trasferendo risorse fra i vari livelli della piramide.

1.9 Business Judgement Rule

L'origine della Business Judgement Rule appartiene alla giurisprudenza degli Stati Uniti e definisce l'insindacabilità delle scelte gestionali degli amministratori e l'assenza di intromissione giudiziaria, fin quando non viene dimostrata la violazione di duty of care o duty of loyalty.

Per duty of care si intende il dovere di svolgere con diligenza l'attività di amministrazione di un'azienda, mentre con la seconda si intende in dovere di lealtà: le scelte di gestione devono essere

mirate a perseguire gli interessi della società, non all'ottenimento di vantaggi personali da parte degli amministratori. Nella tradizione giuridica degli Stati Uniti la presunzione che un amministratore agisca informato e in buona fede, è molto forte, per poter dimostrare la violazione di questo dovere è necessario dimostrare l'inadeguatezza del procedimento decisionale seguito [19]. Tuttavia, la Business judgement Rule non si applica in caso di conflitto di interessi in questi casi, infatti, in caso di accusa di cattiva gestione, l'amministratore dovrà dimostrare l'assenza di responsabilità, pena il risarcimento dei danni alla parte lesa.

L'applicazione della BJR ha l'obiettivo di agevolare l'assunzione dell'incarico da parte di amministratori qualificati, e di contrastare un atteggiamento conservativo nelle decisioni strategiche aziendali, cercando di sfavorire una eccessiva avversione al rischio da parte degli addetti alla gestione. Anche nei paesi Civil Law è sorta la necessità di introdurre la BJR per favorire delle scelte economicamente efficienti da parte dagli amministratori e tutelare gli stakeholders dell'azienda da atteggiamenti scorretti. L'applicazione discrezionale della BJR da parte dei giudici e l'assenza di un quadro normativo omogeneo condiziona fortemente le scelte degli amministratori, i quali agiscono antepoendo la necessità di non avere responsabilità civile, piuttosto che perseguire gli interessi della società. L'impossibilità di valutare in anticipo le conseguenze giuridiche della propria condotta potrebbe portare ad una eccessiva avversione al rischio e ad una allocazione delle risorse non efficiente. L'applicazione della BJR nell'Unione Europea è molto frammentata, infatti vi sono alcuni paesi, fra cui l'Italia in cui l'applicazione della BJR è molto discrezionale, mentre in altri è riconosciuta come una norma di rango primario superiore. Questa disomogeneità dell'applicazione della legge non giova alla creazione di un unico mercato di capitali e inoltre potrebbe favorire degli spostamenti di attività produttive da uno Stato all'altro in virtù di una diversa applicazione della BJR. L'applicazione della BJR fra i paesi common e civil law differisce soprattutto per due aspetti: negli ordinamenti di civil law, tendenzialmente, i doveri degli amministratori sono contenuti all'interno di un'unica normativa di carattere generale, la cui interpretazione è rimessa alla giurisprudenza [19], in quelli common law, la normativa è più specifica e contenuta in più fonti. Inoltre, la BJR nei paesi civil law è applicata principalmente alla responsabilità degli amministratori nei confronti della società, mentre nel common law viene posta una maggiore enfasi alla responsabilità degli amministratori con i soci, fra i quali intercorre un rapporto fiduciario.

CAPITOLO 2: AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

La separazione fra proprietà e controllo comporta, inevitabilmente, sostenuti costi di monitoring. Gli azionisti della società hanno un incentivo maggiore, rispetto agli altri stakeholders, a monitorare l'operato degli amministratori, tuttavia, soltanto gli azionisti di maggioranza, avendo una maggiore possibilità di influenzare le votazioni, hanno un peso rilevante nel monitoraggio. Una concentrazione maggiore dell'azionariato, d'altra parte, favorisce il rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza. In tutte le teorie sulla Corporate Governance, che siano esse focalizzate sugli interessi degli azionisti o su quelli degli stakeholder, viene riconosciuta l'importanza del Consiglio di Amministrazione come strumento di monitoring sul vertice aziendale. Un consiglio di Amministrazione funzionante, infatti, è una delle condizioni necessarie per la creazione di valore nel lungo periodo. La presenza di amministratori indipendenti all'interno del CdA, ovvero amministratori che, rispettando alcuni requisiti e caratteristiche personali, agiscono esclusivamente negli interessi della società, agevola il monitoraggio sull'operato degli amministratori esecutivi. Sorge la necessità di introdurre delle figure interne al consiglio di amministrazione, ma che mantengano l'autonomia di giudizio. Altri enti che potrebbero essere interessati a effettuare monitoring sono gli enti finanziari e le banche, infatti la presenza del debito è considerato un efficace strumento di disciplina dei manager, tuttavia, la possibilità di monitorare l'operato è sempre limitata poiché tali istituzioni non costituiscono parte attiva del CdA. Nel codice di Autodisciplina delle società quotate, è presente un'ampia sezione dedicata agli amministratori indipendenti, dove vengono descritti sia i parametri che devono rispettare per poter essere nominati ma anche delle raccomandazioni relative alla presenza di queste figure all'interno del Consiglio di Amministrazione. Il Codice di Corporate Governance, raccomanda infatti che all'interno del CdA siano presenti almeno due amministratori indipendenti e per società con capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro, se concentrate, è previsto che costituiscano almeno al un terzo del CdA, mentre in quelle con azionariato disperso almeno la metà. Viene suggerito inoltre che tali amministratori si riuniscano fra di loro almeno una volta l'anno, le cui riunioni sono presiedute dal lead independent director, qualora sopraggiungano le condizioni elencate nello stesso codice. [4]

Secondo il Codice di Autodisciplina, inoltre, sia il Comitato Nomine, quello di Remunerazione che il Comitato Controllo e Rischi dovrebbero essere costituiti principalmente da amministratori indipendenti, poiché in questi comitati vengono stabilite delle decisioni che, qualora fossero prese dagli amministratori esecutivi, si verrebbero a creare inevitabilmente situazioni di conflitto di interessi.

I requisiti che un individuo deve possedere per poter adempiere a questo ruolo sono stati individuati per circoscrivere tutte quelle situazioni in cui si potrebbe generare un atteggiamento opportunistico da parte degli amministratori. Poiché il vertice gestionale è espressione della maggioranza degli azionisti, la prima condizione che viene citata sul Codice di Autodisciplina, è che la carica di amministratore indipendente non può essere ricoperta da un azionista che possiede una partecipazione rilevante all'interno della società, infatti ne deriverebbe un evitabile conflitto di interessi. Gli amministratori indipendenti, per potersi definire tali e garantire un'autonomia di giudizio, non devono aver intrapreso dei rapporti di affari con l'azienda per tre anni, infatti sono esclusi dalla nomina coloro che nei precedenti tre esercizi hanno assunto la carica di amministratore esecutivo o che siano stati dipendenti della società e di società controllate avente rilevanza strategica.

[4] L'azione di monitoring infatti potrebbe risultare deviata nel momento in cui il ruolo di amministratore indipendente fosse ricoperto da un dipendente, un fornitore o un consulente dall'azienda in quanto le proprie azioni potrebbero essere guidate da interessi personali per poter agevolare la propria posizione, inoltre potrebbero non avere interesse nel segnalare comportamenti opportunistici da parte del vertice per non vederne compromessa la personale relazione con la società o con gli amministratori. L'indipendenza di un amministratore è strettamente legata alla libertà di poter esprimere un giudizio contrario rispetto a quello del CEO senza timore che venga compromessa la propria posizione all'interno del contesto aziendale.

Pertanto, nel momento in cui un individuo abbia instaurato una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale con la società, con le controllate o con gli esecutivi, viene compromessa la possibile candidatura ad amministratore indipendente.

Possibili situazioni di conflitto di interessi potrebbero sorgere nel momento in cui un individuo ha assunto cariche gestionali per un periodo continuativo, a causa delle relazioni instauratesi con esponenti della società. Il Codice di Autodisciplina, pertanto, esclude la possibilità di nomina nel momento in cui si è stati amministratori per più di nove esercizi anche non consecutivi, negli ultimi dodici esercizi. Il ruolo non può essere assegnato a individui che hanno svolto ruoli di gestione in società controllate e collegate, poiché, anche in questo caso, si potrebbero creare le circostanze per un possibile conflitto di interessi. Sono anche esclusi dalla nomina familiari ed affini di esponenti della società o di sue controllate. Tuttavia, molte situazioni di conflitto di interessi non possono essere classificate, infatti non è possibile catalogare tutte le relazioni personali del CEO o di esponenti aziendali rilevanti.

Poiché le relazioni all'interno di una società sono mutevoli, è bene che l'indipendenza di tali amministratori venga verificata costantemente, e, qualora venissero a mancare tali requisiti, l'amministratore decadrebbe e ne verrebbe eletto un sostituto. L'amministratore indipendente non va confuso con l'amministratore di minoranza, quest'ultimo infatti è rappresentativo dei soli azionisti di minoranza. Con la legge n. 262/2005 sulla Tutela del Risparmio, è stato reso obbligatorio il voto di lista degli amministratori all'interno delle società quotate, per creare le condizioni di una possibile elezione, da parte degli azionisti di minoranza, di un proprio esponente all'interno del consiglio di amministrazione.

L'amministratore indipendente, invece, non è rappresentativo di una particolare fazione del consiglio, bensì è suo compito mantenere l'integrità di giudizio per tutelare gli interessi della società e di tutti gli azionisti.

D'altra parte, entrambe le figure sono accomunate dalla necessità di sorveglianza degli amministratori esecutivi della società, eletti dalla maggioranza azionaria, per perseguire l'interesse sociale. [20]

2.1 Requisiti personali e importanza del Comitato Nomine

Il ruolo di amministratore indipendente non può essere definito soltanto dal rispetto di un elenco di requisiti, per poter adempiere a pieno la propria funzione, infatti, è necessario aver sviluppato delle specifiche caratteristiche individuali. Rispondere ai parametri di indipendenza definiti nei Codici di Autodisciplina, permette di limitare le possibili situazioni di conflitto di interesse, tuttavia il rispetto di queste caratteristiche è soltanto una condizione necessaria ma non sufficiente per poter essere realmente definito indipendente. L'assenza di legami con azionisti particolari e il fine ultimo di non essere rappresentativo di una fazione in particolare ma piuttosto della società, permettono di realizzare una visione di lungo periodo che conferisce una maggiore oggettività. Nel momento in cui viene garantito adeguato spazio di manovra e libertà di azione, l'amministratore indipendente dovrebbe contrastare il vertice, con temperamento forte e deciso, qualora vengano anteposti interessi personali rispetto a quelli collettivi. La partecipazione attiva alle riunioni di CdA e ai comitati permette all'amministratore di espletare al meglio il proprio ruolo e ad avere una visione aggiornata degli affari societari. Oltre a skills qualitative l'amministratore indipendente deve essere dotato di competenze tecniche specifiche e deve essere pienamente a conoscenza del sistema di stakeholder che orbita intorno alla società, del funzionamento dei principali processi aziendali e delle dinamiche esistenti all'interno del settore. L'amministratore deve essere inoltre in grado di interpretare i bilanci

aziendali, di comprendere le strategie e i principali indicatori di performance della società. Per poter svolgere al meglio il proprio ruolo, gli amministratori indipendenti dovrebbero essere costantemente informati sulla situazione societaria, cosa che non sempre è possibile, a causa della presenza di informazioni possedute soltanto dagli esecutivi. Gli amministratori indipendenti fanno attivamente parte del CdA e dei comitati, tuttavia la condizione di indipendenza permette loro di avere un punto di vista esterno, oggettivo e di più ampie vedute.

Gli amministratori indipendenti come gli altri amministratori sono tenuti ad agire conformemente alla legge vigente e ai regolamenti interni della società con riservatezza, diligenza e responsabilità.

Tutti gli amministratori, inclusi gli indipendenti, sono eletti dall'assemblea dei soci. Tuttavia, negli ultimi anni, soprattutto nelle società quotate, è stata riconosciuta l'importanza dell'inserimento di un comitato addetto alle nomine, in modo tale da proporre degli amministratori che siano idonei a svolgere le mansioni assegnate. Prima della diffusione di tali comitati gli amministratori venivano identificati e proposti da azionisti di maggioranza o dagli amministratori attuali, la cui scelta era spesso influenzata da interesse personali e processi decisionali non meritocratici. Il comitato, secondo il codice di Autodisciplina, dovrebbe essere costituito in maggioranza da amministratori indipendenti. Il processo di nomina consta di più fasi: inizialmente vengono definiti i requisiti personali in relazione alle necessità aziendali, poi avviene in processo di ricerca di figure compatibili e, infine, la selezione degli individui più idonei e la successiva proposta, formalizzando il processo decisionale attuato. Il comitato nomina si occupa inoltre dello sviluppo del piano di successione degli amministratori alla scadenza del mandato e individua i possibili candidati in caso di cooptazione, ovvero della preparazione di piani di continuazione nel momento in cui è necessario sostituire un amministratore all'insorgere di circostanze eccezionali.

2.2 Rispetto requisiti di indipendenza in Italia

Uno dei paesi con il tasso di espropriazione maggiore di azionisti di minoranza è l'Italia, dove, per contrastare questo fenomeno, l'adozione all'interno dei Consigli di Amministrazione di amministratori indipendenti è in costante aumento. Il Codice di Autodisciplina vigente raccomanda di rispettare dei determinati parametri sia sulla composizione dei comitati che sulle stesse caratteristiche che definiscono un amministratore indipendente. Tuttavia, al contrario della Borsa di Londra dove le società quotate che adottano il Codice di Autodisciplina sono assoggettate a dei

controlli da parte di revisori esterni che accertino quanto dichiarato dalle aziende, in Italia le società quotate sono tenute a pubblicare le misure adottate, ma non sono presenti controlli.

Uno studio del 2005, su un campione costituito delle principali 40 società quotate in Italia, il 78 % dell'intera capitalizzazione della Borsa italiana, si è occupato di dimostrare se tali società aderivano o meno ai requisiti di indipendenza menzionati nel Codice di Autodisciplina. Dall'analisi è emerso che 5 dei 284 amministratori dichiarati indipendenti aderivano a tutti criteri di indipendenza previsti dal Codice e soltanto 18 consiglieri su 284, rispettavano almeno 4 dei 5 criteri. Gli altri requisiti meno rispettati erano: la partecipazione al CdA di società controllate, la permanenza, nel consiglio, per un numero prolungato di anni, l'assunzione di un numero eccessivi di impegni professionali e la partecipazione al CdA di società controllate [21]. La mancanza di adesione a questi parametri mette di certo in dubbio l'effettiva indipendenza di questi amministratori, in particolare il cross-directorship, ovvero la presenza di due o più amministratori nel CdA della società e di società controllate, rende meno efficace la funzione del comitato di remunerazione, poiché verrebbe meno l'imparzialità nel decidere la remunerazione degli amministratori ed è un'evidente situazione di conflitto di interessi.

Il rapporto di Assonime del 2019, che ricopre 220 imprese, ovvero quasi la totalità delle società quotate italiane, riporta un panorama migliore dal punto di vista del rispetto delle raccomandazioni sulle caratteristiche degli amministratori indipendenti. Il Codice di Autodisciplina, infatti, ha cercato di essere sempre più esigente negli anni nei confronti del rispetto di criteri di indipendenza adottati dalla società quotate, richiedendo esplicitamente una valutazione periodica dei requisiti di indipendenza da parte dello stesso CdA. Inoltre, nel caso di adozione di Sistema Tradizionale, viene richiesto che il Collegio Sindacale monitori la corretta applicazione dei principi adottati dal Consiglio di Amministrazione. Le valutazioni effettuate sugli amministratori indipendenti devono essere effettuate tenendo conto del principio di prevalenza della sostanza sulla forma.

Dall'analisi di queste società, che rappresentano a pieno il panorama di tutte le società quotate italiane, emerge come 17 di queste, ovvero 8% del totale, hanno dichiarato di disattendere il principio di indipendenza per almeno uno per i propri consiglieri. Il principio maggiormente disatteso è la carica ultra-novennale di tali amministratori, la quale è giustificata dalla necessità di sfruttare le competenze sviluppate dovute all'esperienza sviluppata durante l'incarico e di premiarne la professionalità.

Le società invece che nella valutazione dei principi hanno esplicitamente dichiarato la prevalenza della sostanza sulla forma sono 36, ovvero il 16%, mentre 15 società, ovvero il 7% del totale, hanno dichiarato di utilizzare un principio più rigoroso, nella determinazione dei principi, definendo a priori

tutte quelle circostanze che possono mettere a rischio l'indipendenza degli amministratori. Nell'anno 2019, inoltre, è stato rilevato che nessun amministratore indipendente abbia partecipato a piani di incentivazione basati su stock options e che, considerando come vincolo la mancata relazione con presenza in comitati, gli amministratori indipendenti che hanno percepito una remunerazione almeno il doppio rispetto agli altri non esecutivi, sono soltanto 33. [22]

Per quanto concerne il numero di amministratori indipendenti presenti all'interno del CdA, 201 società, ovvero il 91% del totale, era conforma al numero di indipendenti raccomandato dal codice di autodisciplina. Soltanto 10 società non hanno nominato il Lead independent director, nei casi ritenuti necessari dallo stesso codice. Il 74% del totale delle società ha dichiarato di avere svolto almeno una riunione di soli indipendenti durante l'anno, mentre gran parte di coloro che non hanno inserito il LID, hanno dichiarato di non averlo fatto poiché non ritenuto necessario dagli stessi indipendenti. Per quanto riguarda la composizione dei comitati, quasi tutte le società rispettano la raccomandazione di avere un comitato nomine costituito in maggioranza da indipendenti: soltanto quattro società hanno composizione differente. Il 93%, ovvero 186, delle società è inoltre conforme alle raccomandazioni relative alla composizione del comitato per le Remunerazioni. Di queste 107 hanno dichiarato di avere un comitato costituito solo da indipendenti mentre la restante parte ha un comitato costituito in maggioranza da indipendenti. Invece per il comitato Controllo e Rischi, in 198 società vi è un totale allineamento con quanto suggerito dal codice.

2.3 Sistemi di Governance e amministratori indipendenti

A partire dal 2004 le società di capitali italiane hanno la possibilità di scegliere l'adozione di due ulteriori sistemi di Governance alternativi al tradizionale, ovvero il sistema monistico e dualistico. Tuttavia, ambedue i sistemi rappresentano un'eccezione nel panorama italiano: al termine del 2018 erano presenti soltanto due società con sistema di governance monistico e due con sistema dualistico [22].

Tale riforma delle società di capitali, ha introdotto, per la prima volta in Italia, la figura dell'amministratore indipendente, uno dei pilastri del sistema monistico. [20]

Tuttavia, il Codice di Autodisciplina è strutturato principalmente sul modello tradizionale, a causa della prevalente diffusione, e dunque anche le raccomandazioni sull'adozione degli amministratori indipendenti, sono strutturate su questo modello, nonostante tale prassi appartenga al sistema monistico. Nel Codice viene suggerita l'adozione dei principi anche alle società che presentano un

differente sistema di Governance, basandosi su quanto prescritto per il modello tradizionale, adottando le opportune modifiche dovute alla differente struttura. Il sistema tradizionale, modello da sempre dominante in Italia, prevede che la gestione e il controllo sulla gestione siano affidati a due organi separati, rispettivamente il CdA e il Collegio Sindacale, entrambi nominati dall'Assemblea dei Soci.

Il sistema monistico è tipico dei paesi anglosassoni, e presenta una struttura più snella rispetto al tradizionale: La gestione della società è affidata al Consiglio di Amministrazione, organo eletto dall'Assemblea dei Soci, mentre il controllo sulla gestione è affidato ad un Comitato per il Controllo sulla Gestione, eletto dal CdA, tuttavia il controllo sulla contabilità viene affidato, in ogni circostanza, ad un revisore esterno.

La figura dell'amministratore indipendente appartiene al sistema di governance monistico poiché permette di limitare possibili situazioni di conflitti di interessi dovute al fatto che gli addetti al controllo appartengono allo stesso CdA: il funzionamento di tale meccanismo a cascata, viene garantito dalla totale indipendenza che devono rispettare tutti i membri costituenti il Comitato di Controllo. [23]

Il Codice di Autodisciplina, nel caso di adozione di sistema monistico, estende gli articoli riferiti al CdA e al Collegio sindacale del sistema tradizionale, rispettivamente al Consiglio di Amministrazione del monistico e al Comitato per il Controllo sulla Gestione.

Pertanto, Il Consiglio di Amministrazione deve essere composto per almeno un terzo da amministratori indipendenti, mentre il Comitato di Controllo deve essere costituito amministratori indipendenti e non coinvolti nella gestione operativa della società, al pari del Collegio Sindacale. [24]

Il Comitato di Controllo deve vigilare sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno, del sistema amministrativo e del sistema contabile, verificando che tali sistemi funzionino in maniera efficiente ed efficace. [25] La competenza di vigilare sul sistema di controllo interno è preclusa ai sindaci, tuttavia questi hanno la possibilità di effettuare attività di ispezione, al contrario dei membri costituenti il Comitato di Controllo. Per quanto riguarda il sistema dualistico, sono presenti, come il sistema tradizionale, due differenti organi, addetti rispettivamente a gestione e controllo: il Consiglio di Gestione e il Consiglio di Sorveglianza. Tuttavia, mentre nel sistema tradizionale i due organi sono entrambi eletti dall'Assemblea dei Soci, nel sistema dualistico il Consiglio di Sorveglianza viene eletto dall'Assemblea dei Soci, mentre il Consiglio di Gestione viene eletto dal Consiglio di Sorveglianza. Secondo il TUF, per quanto riguarda le società quotate, ai membri del Consiglio di Sorveglianza vengono applicati i requisiti richiesti ai membri del Collegio

Sindacale, pertanto, anche in questo caso l'intero organo deve essere costituito interamente da individui indipendenti dalla società [26].

Il Consiglio di Sorveglianza, può, se previsto dallo statuto, deliberare in ambito di operazioni strategiche e piani industriali, proposti dal Consiglio di Gestione: dunque in questi casi delibere vengono emanate da un organo costituito totalmente da amministratori indipendenti. Secondo il Codice di Autodisciplina, i principi relativi al Consiglio di Amministrazione possono essere estesi al Consiglio di Gestione mentre quelli relativi al Collegio Sindacale al Consiglio di Sorveglianza. Inoltre, gli eventuali comitati fanno parte del Consiglio di Sorveglianza, ed in particolare il Comitato di Nomina si occupa sia dell'individuazione dei membri del Consiglio di Sorveglianza che del Consiglio di Gestione.

2.4 Genesi degli amministratori indipendenti

La British Company of Merchant Adventurers, corporazione britannica che esportava prodotti nazionali in paesi esteri, è stata la prima compagnia britannica che nel XVI secolo ha adottato nella propria organizzazione un Consiglio di Amministrazione concettualmente simile a quello moderno. Gli affari della compagnia erano gestiti da un governatore e degli altri assessori, i quali erano dei mercanti della corporazione a cui era anche delegato il potere della gestione delle controversie fra i membri. Gli albori delle prime società per azioni sono sempre riconducibili al contesto del commercio britannico, in particolare la Compagnia delle Indie Orientali fu la prima a stabilire che sia i ritorni economici che i diritti di voto erano determinati dal capitale investito dai membri nella compagnia. La gestione della società era demandata ad un Consiglio di Amministrazione eletto dai membri, tuttavia poiché gli amministratori avevano quote significative all'interno della società, anteponevano spesso i propri interessi a quelli collettivi.

Poiché molteplici investitori erano incentivati ad impiegare ingenti somme di denaro in Società per Azioni, attratti dai vantaggi della responsabilità limitata, la SpA è stato il modello dominante in Inghilterra, ma anche negli Stati Uniti, per tutto il XVIII e XIX secolo, nonostante i periodici scandali che si verificavano dovuti ai conflitti di interessi.

In quegli anni divenne sempre più comune delegare la gestione effettiva della società soltanto ad alcuni membri del Consiglio di Amministrazione: alcuni amministratori gestivano gli affari societari, altri invece erano "invitati a sedersi per scopi non amministrativi". [27] Era infatti consueto, che amministratori non esecutivi appartenessero alla nobiltà, in Inghilterra, e al mondo del cinema negli

Stati Uniti, il cui ruolo non era quello di partecipare attivamente al consiglio ma di attrarre investimenti nella società. Tali sviluppi ebbero seguito in tutto il mondo occidentale e furono ufficializzati per la prima volta in Germania con l'introduzione del Codice Commerciale del 1861, che definì il modello di governance delle Spa tedesche: il sistema dualistico. Vennero così distinti il Consiglio di Gestione, costituito dai soli esecutivi, e il Consiglio di Sorveglianza, a cui partecipavano i non esecutivi. Con lo Stock Corporation Act del 1937 la distinzione fra i poteri demandati ai due organi divenne ancora più marcata. In quel periodo negli Stati Uniti vi fu un susseguirsi di scandali finanziari, Douglas fu il primo a ricondurre parte delle responsabilità agli amministratori non esecutivi, a causa della loro totale passività nella gestione di impresa. Douglas si fece portatore del concetto di indipendenza degli amministratori non esecutivi, sostenendo che il ruolo del CdA era quello di monitorare l'operato degli esecutivi e che ciò poteva essere garantito nel momento in cui i membri costituenti non si trovavano in situazioni di conflitto di interesse. Tuttavia, gli amministratori non esecutivi statunitensi ebbero un ruolo totalmente passivo nella gestione della società fino ad oltre metà del XX secolo, questi infatti ricevano l'incarico sulla base di interlocking o di rapporti finanziari di altro tipo [27]. Il crollo finanziario della Penn Central del 1970, una grande compagnia ferroviaria, determinò la necessità di modificare tale sistema di Governance farraginoso: gli amministratori non esecutivi della Penn non erano assolutamente consapevoli della situazione finanziaria e dello stato di insolvenza della società. In USA venne introdotto all'interno dei consigli di amministrazione un Comitato di controllo sulla gestione composto in parte da amministratori indipendenti. Il modello fu approvato dalla Securities and Exchange Commission (SEC) e nel 1977 la Borsa di New York introdusse fra i requisiti di quotazione la presenza di un Comitato di Audit costituito da amministratori indipendenti. Nel 1982 l'American Law Institute pubblicò la prima versione dei Principi di Corporate Governance, dove veniva riconosciute le funzioni di monitoring del Comitato di controllo, la cui introduzione all'interno dei CdA statunitensi era raccomandata e non obbligatoria. Nonostante la facoltatività, l'introduzione di tale modello divenne molto diffuso negli Stati Uniti. Negli anni '90 il 78% degli amministratori statunitensi era indipendente, tuttavia il modello venne messo nuovamente in discussione a causa del crollo economico di due giganti americani, ovvero Enron e WorldCom. Nonostante la presenza di amministratori indipendenti all'interno delle società, si erano verificate condizioni non erano molto differenti rispetto al crollo della Penn di trent'anni prima: gli amministratori non esecutivi di Enron e WorldCom erano totalmente inconsapevoli della situazione finanziaria delle società. Pertanto, parte del fallimento dei due colossi era imputabile al Comitato di Controllo sulla Gestione, e in particolare ai revisori contabili. In seguito

agli scandali Enron, WorldCom e di altri giganti come Global Crossing e Adelphia, il congresso decise di modificare le norme relative al sistema di Governace e di auditing per contrastare le frodi aziendali. Nel 2002 venne emanato il Sarbanes-Oxley, attraverso cui vennero definiti degli standard a cui i dirigenti, i CdA e i comitati di audit si dovevano attenere. [28] Il Congresso decise di regolamentare i titoli e aumentare la quota di amministratori indipendenti all'interno del CdA e fu inoltre stabilito che i Comitati audit dovevano essere costituiti interamente da indipendenti e i CdA in maggioranza da indipendenti.

La risposta al SOX della NASDAQ, AMAX E NYSE fu di migliorare i requisiti di rendicontazione per le società quotate, inoltre in seguito all'introduzione del SOX la Securities and Exchange Commission (SEC) ha imposto alle società quotate una maggiore trasparenza nella comunicazione con il mercato delle informazioni relative allo stato economico dell'azienda aumentando i requisiti di indipendenza degli amministratori all'interno dei comitati e dei CdA. [29]

Con il Dodd-Frank Act del 2010, si è cercato di incrementare ulteriormente l'indipendenza degli amministratori, richiedendo alle società di istituire dei comitati per la remunerazione composti interamente di amministratori indipendenti.

Poiché in caso di azionariato concentrato la funzione di monitoring può essere espletata dallo stesso azionista di maggioranza, tali standard sono stati imposti soltanto alle SpA a partecipazione diffusa. Tuttavia, il Dodd-Frank Act non ha stravolto il panorama delle società quotate statunitensi, in quanto molte di queste già avevano adottato queste disposizioni. Inoltre, in quegli anni era pratica molto diffusa l'adozione di super-majority boards, ovvero CdA dove soltanto uno o due membri incluso il CEO erano esecutivi e tutti gli altri indipendenti. A partire dai primi anni del 2000 l'assetto proprietario delle grandi società statunitensi si è fortemente modificato nel tempo: si è assistito ad una forte partecipazione di intermediari finanziari nel capitale delle società a causa del passaggio dal sistema previdenziale sociale a fondi pensionistici privati. La conseguente concentrazione dell'azionariato ha causato il cambio di paradigma da un sistema incentrato sui manager a quello incentrato sugli azionisti, mettendo in discussione la funzione di monitoring assolta dagli amministratori indipendenti.

2.5 Normativa vigente in Italia

In Italia, il Codice civile non fornisce una definizione chiara e puntuale di amministratore indipendente: l'adozione di amministratori indipendenti, in riferimento al sistema tradizionale, è facoltativa.

L'articolo 2351 comma 5 prevede che alle società che abbiano emesso strumenti finanziari partecipativi, sia riservata, se previsto dallo statuto, “la nomina di un componente indipendente del Consiglio di Amministrazione o del Consiglio di Sorveglianza o di un sindaco” [30]

Nell'articolo 2387 vengono nuovamente menzionati gli amministratori indipendenti con adozione facoltativa prevista dallo statuto, questa volta rimandando chiaramente al Codice di Autodisciplina.

Una definizione più puntuale di amministratori indipendenti la si può ritrovare fra gli articoli del Codice dedicati al sistema monistico. Secondo l'articolo 2409-septiesdecies almeno un terzo degli amministratori deve essere indipendente. [31] Per quanto concerne i requisiti di indipendenza il Codice rimanda a quelli vigenti per i membri del Consiglio Sindacale o al Codice di Autodisciplina qualora la società si attenga a quest'ultimo.

Sempre in riferimento al sistema monistico, il Comitato di Controllo sulla Gestione è normato dal Codice civile con l'articolo 2409-septiesdecies, dove viene specificato che deve essere interamente composto da amministratori indipendenti. Per quanto riguarda la responsabilità degli amministratori indipendenti, il Codice rimanda alle stesse disposizioni che valgono per gli amministratori.

Pertanto, l'articolo 2381 prevede che gli amministratori devono tenersi aggiornati sull'informativa societaria, e con l'articolo 2392 viene sancito che tutti gli amministratori, e dunque anche gli amministratori indipendenti, “sono solidalmente responsabili verso la società dei danni derivanti dall'inosservanza di tali doveri, a meno che si tratti di attribuzioni proprie del Comitato Esecutivo o di funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori [32]”

Valgono per l'amministratore indipendente le stesse cause di ineleggibilità e decadenza di tutti gli altri amministratori, infatti secondo l'articolo 2382 “Non può essere nominato amministratore, e se nominato decade dal suo ufficio, l'interdetto, l'inabilitato, il fallito, o chi è stato condannato ad una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità ad esercitare uffici direttivi [32].” Ovviamente l'amministratore indipendente decade anche nel momento in cui vengano a mancare i requisiti di indipendenza.

Il TUF, ovvero il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, presenta un quadro normativo chiaro in materia di amministratori indipendenti relativamente alle società

quotate, a prescindere dal sistema di Governance adottato. L'articolo 147-ter comma 4 definisce che almeno uno dei membri de CdA, e due nel momento in cui tale organi sia costituito da più di 7 amministratori, sia composto da amministratori indipendenti, [33] i cui requisiti sono definiti dall'articolo 148 comma 3 dello stesso TUF.

Soltanto per il Sistema Dualistico, l'articolo 147-quater sancisce che il Consiglio di Gestione, se composto da più di quattro membri, deve presentare al suo interno almeno un amministratore indipendente [34].

Nel momento in cui nello Statuto di una società viene stabilita l'adesione al Codice di Autodisciplina, l'articolo 123-bis comma 2 del TUF stabilisce che la società è tenuta a pubblicare una relazione sulla Corporate Governance adottata e inoltre deve specificare l'adesione al Codice nella relazione sulla gestione annuale allegata al bilancio. [35] Nel momento in cui venga meno il rispetto di queste disposizioni, si applicano sanzioni amministrative pecuniarie significative soprattutto nel momento in cui venga pregiudicata la tutela degli investitori e il corretto funzionamento del mercato". [36]

Il regolamento relativo alla relazione con parti correlate delle società quotate, emanato dalla Consob nel 2010, attribuisce agli amministratori indipendenti un ruolo fondamentale nella delibera di tali operazioni.

Si intendono per parti correlate tutte quelle "persone fisiche o giuridiche che rivestono una particolare posizione di potere all'interno o nei confronti della società sulla base dell'esercizio di funzioni di direzione, amministrazione e controllo. [37]"

Le relazioni con parti correlate vengono trattate con particolare riguardo dal regolamento, poiché potrebbero generare atteggiamenti opportunistici da parte del management e appropriazione di benefici privati di controllo.

Pertanto, per poter deliberare operazioni con parti correlate è necessario il parere positivo da parte di un comitato costituito da amministratori indipendenti, il quale ha il compito di valutare la correttezza e la trasparenza della procedura, una volta ricevuta e analizzata l'informativa riguardante l'operazione. Qualora questi dessero parere contrario, è previsto dall'articolo 8 comma 2 del Regolamento Parti correlate l'attuazione del whitewash, ovvero la possibilità di attribuire all'Assemblea la facoltà di approvare l'operazione in questione. [38]

2.6 Amministratori indipendenti in Europa

Il pioniere nell'adozione di meccanismi di Corporate Governance in Europa è stata l'Inghilterra con il Cadbury Report del 1992, sulla scia delle normative vigenti negli Stati Uniti. Tale report è stato elaborato dal Committee on Financial Aspects of Corporate Governance, comitato costituito nel 1991 dal Financial Reporting Council e dal London Stock Exchange. L'obiettivo era quello di aumentare la trasparenza nei confronti dei mercati finanziari e di favorire l'adozione da parte delle aziende quotate di un codice di buona condotta volontario. Fra le best practices veniva raccomandata la presenza di amministratori indipendenti all'interno dei CdA e dei Comitati di Audit, seguendo il principio "comply or explain", per cui le imprese erano tenute ad adottare le regole scritte sul report, tuttavia le raccomandazioni non rispettate dovevano essere giustificate. La revisione del Codice del 2006 ha previsto un incremento delle condizioni di indipendenza, è stato infatti richiesto che almeno la metà dei membri dei CdA delle società quotate fosse composto da indipendenti. Tale normativa ha avuto un forte impatto sull'assetto amministrativo delle società in Inghilterra, raggiungendo il picco del 90% di amministratori indipendenti [27]. Tuttavia, nel 2010, in una nuova versione unificata del Codice, sono stati sostituiti requisiti di indipendenza richiesti agli amministratori con la raccomandazione che "il consiglio di amministrazione e i suoi comitati dovessero possedere il giusto equilibrio di competenze, esperienza, indipendenza e conoscenza dell'azienda per consentire loro di adempiere ai rispettivi compiti con responsabilità" [39]. La risposta delle società inglesi a tale modifica è stata quella di diminuire il numero di indipendenti, favorendo il principio di competenza piuttosto che di indipendenza, la percentuale di indipendenti nel 2011 era infatti scesa al 61%. Tale flessibilità nell'applicazione della normativa sicuramente segna un punto di discontinuità con il modello di Governance proposto dagli Stati Uniti. Il Codice Cadbury ha avuto il ruolo di introdurre la Corporate Governance in Europa e fungere da modello per tutti gli altri Stati: il principio "comply or explain" è stato infatti adottato in quasi tutti i codici di Autodisciplina [27].

In Germania domina il modello dualistico, ovvero la separazione del Consiglio di Gestione e di Sorveglianza. Tuttavia, quest'ultimo non ha soltanto un compito di monitoraggio, ma ha anche un ruolo consultorio sulla strategia aziendale. Se dunque sin dall'introduzione del codice il consiglio di sorveglianza era da considerarsi costituito da amministratori non esecutivi, il Codice tedesco richiede alle società che i membri di tale organo siano competenti piuttosto che indipendenti, lasciando allo stesso organo di decidere sulla composizione particolare del board, rispetto al numero di amministratori indipendenti. Il codice di Corporate Governance del 2001 tedesco non fornisce una

chiara definizione di amministratore indipendente, infatti tradizionalmente non è stata data tanta enfasi a questo aspetto in Germania. Data la discrezionalità sulla scelta di composizione del board, la Germania ha mantenuto degli standard piuttosto bassi di amministratori indipendenti nel CdA.

I principi dei Codici di Autodisciplina in Europa riprendono il sistema di governance degli Stati Uniti, tale meccanismo di convergenza è stato frenato da una path dependency dei vari stati, infatti per quanto sia auspicabile l'adozione stessi standard di indipendenza da parte di tutti i paesi europei, bisogna considerare la differenza intrinseca nei meccanismi di Governance vigenti. I manager delle società inglesi, ad esempio, poiché le società sono caratterizzate da un azionariato molto disperso, sono disciplinati dalla possibilità di OPA e scalate ostili in caso di cattiva gestione da parte del management, in Germania invece il meccanismo principale di Corporate Governance è costituito dalla forte ingerenza delle banche a cui le società sono soggette. La scelta di adozione di board costituiti da amministratori indipendente dipende dunque fortemente anche dal funzionamento di altri meccanismi di Corporate Governance, che siano questi esterni o interni. [40]

Per cercare di dettare una linea comune in merito alla Corporate Governance e in particolare riguardo l'adozione di amministratori indipendenti nei CdA, la Commissione Europea ha suggerito nel 2005, sotto forma di raccomandazione non vincolante, l'adozione di un board equilibrato per evitare sia l'espropriazione di azionisti di minoranza che atteggiamenti opportunistici da parte degli amministratori. Infatti, con questa Raccomandazione, soprattutto in presenza di società con azionariato disperso, viene riconosciuto il ruolo di monitoring degli amministratori indipendenti.

Nella Raccomandazione del 2005 viene definito amministratore indipendente colui che è libero “da relazioni professionali, familiari o di altro genere con la società, il suo azionista di controllo o con i dirigenti di entrambi, che creino un conflitto di interesse tale da poter influenzare il suo giudizio” [41].

Con la direttiva del 2005 è stata inoltre raccomandata l'introduzione di membri indipendenti negli organi addetti alla sorveglianza per limitare possibili conflitti di interesse, l'adozione di Comitati di Nomina, Retribuzione e Rischi e la pubblicizzazione annuale di informazioni relative alla governance societaria adottata da parte delle società quotate [42]. Dal 2014 è stata inserita una normativa che richiede la maggioranza di amministratori indipendenti.

L'Unione Europea si è occupata di cercare di far convergere i vari sistemi di Corporate Governance, tuttavia, considerate le diversità degli stati membri, non è mai stato imposto un unico modello di Corporate Governance ma piuttosto delle raccomandazioni e direttive da seguire abbracciando la filosofia inglese del “comply or explain.”

2.7 Indipendenza del CDA e performance di impresa

Nonostante la crescente importanza attribuita agli amministratori indipendenti nei Codici di Autodisciplina di tutto il mondo, è tuttora dubbia la relazione esistente fra presenza di amministratori indipendenti ne CdA e performance di impresa. Gli studi sperimentali infatti portano a risultati contrastanti e spesso non significativi.

La teoria di agenzia supporta certamente il ruolo degli amministratori indipendenti, attribuendo un peso significativo a queste figure nella risoluzione del conflitto principale-agente attraverso l'attività di monitoring. Nei principali studi sperimentali le performance di impresa vengono misurate attraverso indicatori economici come ROA, ROE, earnings for share e profitti aziendali mentre l'indipendenza del board è in genere valutata come percentuale di amministratori indipendenti rispetto al numero totale di membri. Considerando un campione costituito da 186 piccole e medie imprese statunitensi Daily e Dalton nel 1993 hanno dimostrato che la presenza di amministratori non esecutivi ha un impatto positivo sul ROA. Ricerche più recenti, come quella condotta nel 2008 da Cornett, hanno confermato la presenza di correlazioni positive fra presenza di indipendenti e performance aziendale, questa volta considerando un campione costituito da 100 imprese fra il 1994 e 2003. Lo studio condotto da M. I. Muller-Kahle, Liu Wang, Jun ha individuato una correlazione esistente fra valore di impresa e indipendenza in Inghilterra ma non negli Stati Uniti. Uno studio australiano ha invece dimostrato che il valore delle azioni cresce in presenza di amministratori indipendenti che hanno una forte rete di connessioni sociali. Tale studio condotto da Fogel, Ma e Morck nel 2015 parte dall'ipotesi che un amministratore indipendente con una consistente rete di relazioni sociali ha una maggiore possibilità di contrastare il CEO, credibilità e possibilità di accesso alle informazioni. Alte correlazioni positive sono state trovate in altre parti del mondo, tra cui le ricerche condotte in Vietnam da Vo e Nguyen nel 2014 oppure gli studi di Palmberg nel 2015 sulle imprese svedesi.

D'altra parte, sono presenti in letteratura molteplici studi che partendo dalle stesse ipotesi sono riusciti a dimostrare che un board composto in maggioranza da amministratori indipendenti ha degli impatti negativi sulle performance economiche di imprese e sulla valutazione delle azioni da parte di investitori.

Su un campione costituito da 934 imprese statunitensi, Bhagat e Black nel 2002 hanno trovato una correlazione negativa fra indipendenza del consiglio di amministrazione e performance di impresa. Uno studio condotto da Vintila nel 2015 su 51 imprese del settore high-tech statunitensi, nel periodo

intercorrente fra il 2000 e 2013, ha riscontrato correlazione negativa fra amministratori non esecutivi e performance. Bhagat e Bolton nel 2013 hanno considerato come riferimento la legge SOX, dimostrando come prima dell'introduzione della legge vi era una correlazione negativa fra indipendenti e performance mentre dopo positiva. Una ricerca sperimentale portata avanti da studio Gay e Denning nel 2015 su un campione costituito da 2919 titoli scambiati sui principali mercati azionari statunitensi, ha dimostrato un effetto negativo della presenza di amministratori indipendenti sui rendimenti azionari. Dalla molteplicità di risultati contrastanti si può solamente dedurre che, nonostante molti studiosi da circa 30 anni si siano occupati di verificare l'esistenza di correlazioni nel binomio amministratori indipendenti e performance di impresa, ancora non emerge una linea comune chiara e coerente fra le diverse ricerche.

CAPITOLO 3: DONNE NEL CDA E LEGGE GOLFO MOSCA

La questione della presenza di donne all'interno dei CdA è stata per la prima volta affrontata in maniera risolutiva in Italia con la legge Golfo Mosca. Nel 2011, anno in cui la legge è stata emanata, la presenza femminile nei board era pari soltanto al 5,7% e l'Italia si collocava nelle ultime posizioni in Europa per politiche di gender diversity. La crisi del 2008 ha inoltre suscitato la necessità di adottare delle politiche aziendali innovative volte a minimizzare il rischio di fallimento. La legge Golfo-Mosca del 2011 è rivolta soltanto alle società quotate e a quelle controllate direttamente o indirettamente da pubbliche amministrazioni, in modo da non sconvolgere l'assetto organizzativo delle PMI e per poter permettere un effetto trascinamento volontario sull'orma delle grandi imprese. La legge del 2011 prevede che i Consigli di Amministrazione di tali società presentino al loro interno un terzo dei consiglieri di genere femminile a partire dal primo rinnovo successivo al 12 agosto 2012, tuttavia, per agevolare l'introduzione della legge, per il primo mandato la percentuale imposta era pari ad un quinto. La legge Golfo Mosca ha introdotto il comma 1-ter all'articolo 147-ter del TUF dove viene richiesto che "il riparto degli amministratori da eleggere sia effettuato in base a un criterio che assicuri l'equilibrio tra i generi" [3], facendo riferimento al criterio di riparto ed alla durata, che nella legge del 2011 era fissata a 3 mandati consecutivi, sempre nell'1-ter vengono definite le sanzioni amministrative nel caso in cui la società non si attenga a quanto prescritto, infatti la mancata adozione della Legge è soggetta a significativi provvedimenti qualora non rispettata. Le imprese che non aderiscono al criterio di riparto vengono, in un primo momento, diffidate dalla Consob e viene concesso un tempo pari a quattro mesi per adeguarsi alla norma. Per le imprese inottemperanti vengono applicate sanzioni pecuniarie da 100.000 a 1.000.000 e viene fissato un ulteriore termine. [3]

Infine, se ancora inottemperanti, è previsto il decadimento del CdA. Con il comma 1-bis dell'articolo 148 del TUF, vengono definite le regole di riparto, le modalità di introduzione e i provvedimenti in caso di mancata adesione alla legge, per la presenza del genere meno rappresentato all'interno del Collegio Sindacale.

La legge rispetta i criteri di giustificabilità, temporaneità e proporzionalità, inoltre per evitare un effetto discriminatorio verso uno dei due generi, non si fa mai riferimento alla presenza di donne all'interno del Consiglio di Amministrazione e Collegio Sindacale piuttosto al "Genere meno rappresentato [43]".

Da ciò si può evincere come l'obiettivo del legislatore sia quello di fornire un input per le pari opportunità ma anche di puntare al raggiungimento dell'eterogeneità del CdA.

Diverse ricerche empiriche hanno dimostrato una connessione fra presenza di donne all'interno del Consiglio di Amministrazione e maggiori performance di impresa. Tuttavia, non bisogna dedurre che le donne abbiano una maggiore capacità di gestione rispetto agli uomini, piuttosto che l'eterogeneità permetta di ampliare le vedute ed eviti la convergenza verso un pensiero unico, dovuto alla presenza di una sola categoria nel Consiglio di Amministrazione.

La legge Golfo Mosca impone alle aziende una modifica della normativa statutaria come conferma dell'avvenuta recezione dalla legge in modo da lasciare un'autonomia alle imprese relativamente ai metodi di applicazione, nel rispetto dei requisiti richiesti. Poiché la Legge non dispone sul particolare incarico che il genere meno rappresentato debba assumere all'interno del Consiglio ma piuttosto sulle regole di riparto, la legge ha conferito un significativo impulso alla presenza di donne in Consiglio con ruolo di non esecutivi. Stando alle rilevazioni della CONSOB del 2019, le società quotate italiane, in media, hanno rispettato quanto previsto dalle legge Golfo Mosca, nelle rilevazioni del 2019 i Consigli di Amministrazione delle società quotate italiane erano in media costituiti dal 36% di amministratrici, piuttosto che 33% ovvero il minimo legale, inoltre alcune società hanno dichiarato nello statuto l'adesione alla Legge specificando le regole di riparto, in maniera permanente piuttosto che temporanea. [44]

La legge Golfo Mosca, nel momento in cui è stata emanata, prevedeva una durata pari a tre mandati consecutivi e non era previsto un rinnovo. Tuttavia, nonostante l'incremento rilevante di donne all'interno de CdA subito dopo l'introduzione della legge, per i mandati successivi non si è verificato l'incremento previsto, pertanto la legge è stata prorogata nel 2019 per ulteriori tre mandati rinforzando i requisiti richiesti alle imprese. I rispettivi articoli del TUF sono stati dunque aggiornati, definendo una durata totale della validità della legge pari a sei mandati e richiedendo che il genere meno rappresentato ottenesse almeno due quinti dei membri effettivi del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale piuttosto che un terzo. [3]

Dunque, l'imposizione della presenza di un genere all'interno del Consiglio di amministrazione deriva dal fatto che i soli eventi di sensibilizzazione sono stati ritenuti insufficienti dal legislatore per il raggiungere una parità di genere all'interno dei Consigli di Amministrazione. [43] Inoltre, l'introduzione delle quote permette alle aziende di verificare i vantaggi della diversità di genere all'interno del CdA anche a livello di performance di impresa, favorendo l'adozione di Consigli di Amministrazione con un'equa distribuzione dei ruoli fra i generi.

3.1 La sindrome dell'ape regina

La Legge Golfo Mosca è stata introdotta nel 2011, principalmente per innescare un cambiamento nella mentalità “think manager, think male.”

La durata temporanea della legge, infatti, dimostra come l'intento non sia quello di imporre la parità di genere in maniera definitiva, bensì di fornire l'input ad un processo che altrimenti avrebbe avuto dei tempi esageratamente lunghi. La legge Golfo Mosca è rivolta esclusivamente alle società quotate e pubbliche poiché queste hanno risorse necessarie per poter effettuare dei cambiamenti significativi all'interno dell'organizzazione nei tempi richiesti ed inoltre possono fungere da benchmark nei confronti di società di dimensioni ridotte.

La presenza di donne ai vertici delle società dovrebbe favorire la selezione naturale di altre figure femminili all'interno del CdA e l'introduzione, all'interno della governance societaria, di politiche volte a livellare la parità di generi a tutti gli strati aziendali.

Viene presunto infatti che la presenza di una “quota” di donne al vertice promuova, in nome della solidarietà di genere, attività volte a migliorare la condizione lavorativa femminile per le pari opportunità.

Tuttavia, la sola presenza di donne ai vertici della società non comporta necessariamente un clima più sereno ai vari livelli gerarchici, poiché non è possibile ignorare la queen bee syndrome, tipica delle donne leader. L'introduzione delle quote rose, dunque, non è di per sé bastevole ad innescare un cambiamento della condizione della donna a tutti i livelli. Le queen bee, infatti, tendono spesso a identificarsi nel gruppo maschile per auto-affermare la propria identità, rinnegando l'appartenenza ed evidenziando il proprio distacco rispetto al gruppo femminile. Tale atteggiamento, secondo gli studi di Ellemers, sfavorisce la condizione delle donne junior, poiché la queen bee adotta un atteggiamento ostile nei confronti delle altre donne, compromettendo il sereno clima lavorativo, e non dimostra impegno nell'adozione di politiche a favore della parità di genere. Viene dimostrato empiricamente da Ellemers come tale atteggiamento sia più comune nelle donne che hanno subito forti discriminazione di genere per poter raggiungere il vertice e che non si identificano nel gruppo femminile.

L'auto-allontanamento e l'identificazione nel gruppo maschile, è una strategia di auto-difesa per prendere le distanze dagli stereotipi di genere, che porta tali donne al vertice al non interessamento nei confronti della condizione lavorative delle altre donne.

Gli studi di Naomi Sterk hanno dimostrato come il comportamento queen bee non favorisca un clima più inclusivo per le donne all'interno dell'organizzazione, piuttosto lo renda più ostile e può comportare degli effetti negativi sulle carriere delle donne a livelli inferiori. Per poter ottenere la parità di genere ai vari livelli organizzativi è necessario raggiungere una massa critica di donne al vertice aziendale, in modo da innescare dei meccanismi solidali ed evitare il fenomeno queen bee, dovuto principalmente alla necessità di dover affermare la propria identità in un contesto dominato da uomini. [45]

Analisi più approfondite hanno permesso di dimostrare come l'atteggiamento queen bee non venga adottato dalle donne al vertice nei confronti di tutte le donne, ma soltanto nei confronti di donne che per comportamenti e scuola di pensiero, sono rappresentative di stereotipi di genere. Le donne al vertice tendono a prendere le distanze da coloro che antepongono la famiglia al lavoro o che comunque rinforzano, attraverso la propria scala di priorità, gli stereotipi di genere che le stesse hanno dovuto fortemente contrastare per poter sedersi al vertice.

D'altra parte, secondo questa ricerca, tale atteggiamento ostile non viene adottato nei confronti di altre donne al vertice aziendale, con le quali possibilmente hanno in comune lo stesso complesso percorso per raggiungere un ruolo rilevante all'interno dell'azienda. Il distanziamento, dunque, avviene rispetto alle donne ai più bassi livelli gerarchici all'interno dell'organizzazione, mentre fra donne manager si instaura una stima e solidarietà reciproca dovuta alla condivisione di un percorso di affermazione. L'introduzione delle quote rosa è dunque necessaria per favorire il meccanismo di selezione e sostegno di donne ad alti livelli aziendali, tuttavia per poter godere di un'organizzazione che presenti una struttura paritaria fra uomini e donne è necessario sostenere le donne attraverso altri mezzi: la presenza di donne al vertice non garantisce la parità di genere su tutta la scala gerarchica. [46]

Il Primo Ministro inglese Margaret Thatcher, in carica dal 1979 al 1990, è un classico esempio di come la presenza di donne al vertice non comporti necessariamente l'adozione di politiche a sostegno della parità di genere.

Durante il suo mandato di undici anni, infatti, si è totalmente disinteressata alla promozione di sussidi che potessero permettere alle donne di elevarsi e dedicarsi alla carriera professionale.

Tuttavia, la presenza di donne all'interno del CdA potrebbe favorire una maggiore selezione di amministratori di sesso femminile, poiché questi non verrebbero selezionati da una ristretta cerchia di uomini, bensì permetterebbe una selezione basata sul merito, ovvero basata sulle competenze e non sul genere di appartenenza.

Le quote di genere sono necessarie per innescare un cambiamento nella mentalità nella selezione dei vertici della società, tuttavia per poter effettivamente puntare alla parità di genere e sostenere realmente le donne nei propri avanzamenti lavorativi è necessario introdurre ulteriori iniziative legislative durature nel tempo. Tali misure, come l'introduzione di sussidi che favoriscano la conciliazione di carriera professionale e famiglia, congedi di paternità e maternità, sono necessarie per scardinare la classica ripartizione dei ruoli imposta dalla storia e dalla società. [47]

3.2 Mentalità “think manager think male” e teoria dei tornei

A causa di retaggi culturali e storici le caratteristiche tipiche del manager come capacità gestionali, di leadership e di team-working, sono tendenzialmente associate al genere maschile piuttosto che femminile e questi fattori impattano negativamente sulla possibilità di ascesa delle donne posizioni vertici delle organizzazioni. Shein è stato il primo ad indagare su questo fenomeno e dalle sue ricerche empiriche è stato confermato come mediamente viene pensato che tali caratteristiche individuali è più probabile che siano sviluppate da un soggetto maschile piuttosto che femminile. Lo studioso ha effettuato diverse ricerche su tale argomento durante la sua carriera accademica, la prima, è riconducibile ai primi anni '70 ed è stata condotta su un campione costituito da middle managers di ambo i sessi. Mediamente gli individui del campione erano caratterizzati dal tipico pensiero “think manager think male”, infatti mediamente sia donne che uomini erano dell'idea che l'uomo fosse più idoneo a svolgere ruoli manageriali. Tuttavia, negli studi di replica del 1990, su un campione costituito da studenti di management di entrambi i generi, è stato ravvisato come le studentesse mediamente non fossero più influenzate da un pensiero stereotipato, poiché non connettevano le capacità manageriali al sesso, mentre invece gli uomini, nonostante fossero passati circa vent'anni dalla precedente ricerca, continuavano a pensare che tali caratteristiche fossero tipicamente maschili. Pertanto, nonostante i cambiamenti sociali, culturali, gli studenti di management imputavano alle donne capacità differenti rispetto alle proprie nello sviluppo di caratteristiche manageriali, proprio come i middle manager 20 anni prima. [48] Ovviamente tale forma di pregiudizio sulle capacità gestionali della donna influisce negativamente in tutte le fasi di avanzamento di carriera delle donne, a partire dalla selezione del personale. Ricerche analoghe sono state effettuate da molteplici studiosi a livello internazionale, e gli studi comparati, nonostante le caratteristiche manageriali analizzate differissero fra i vari stati a causa di differente cultura e costumi, hanno confermato come il pensiero think manager think male fosse un fenomeno globale. Questo fattore è uno dei determinanti della

situazione di stasi delle donne nel middle management [49]. Con glass ceiling, ovvero il soffitto di cristallo, si fa riferimento alla difficoltà del genere femminile nei propri avanzamenti di carriera, in particolare nel raggiungimento di posizioni apicali.

Il glass ceiling, impedisce la mobilità verticale delle donne durante i propri avanzamenti di carriera a causa dei diffusi stereotipi di genere, è evidente infatti come all'aumentare della responsabilità associate alla professione, diminuisca il numero di donne presenti. Il termine Glass ceiling è apparso per la prima volta in un articolo del 1986 sul Wall Street Journal ed è stato oggetto di molteplici studi empirici. Nel mondo accademico con soffitto di cristallo si fa riferimento alla scarsità di donne ai vertici delle organizzazioni e sono stati esaminati sia i fattori scatenanti di tale atteggiamento discriminatorio nei confronti del genere femminile, che le rispettive conseguenze, come la differente ripartizione dei salari e delle responsabilità.

D'altra parte, l'utilizzo di questa metafora per descrivere la condizione femminile lascia intendere che attraverso un opportuno sistema di incentivi, eventi di sensibilizzazione ed interventi legislativi è possibile infrangere il soffitto di cristallo e garantire una società più equilibrata e corretta. [50]

Il glass ceiling è un evidente fallimento di mercato, poiché comporta uno spreco di una risorsa scarsa ovvero il talento, riportando le parole della professoressa Marianne Bertrand della Booth School of Business dell'Università di Chicago, "In un mondo in cui il talento è distribuito equamente tra donne e uomini, un'economia che non attinge completamente alle capacità di leadership offerte dalle donne è necessariamente inefficiente. [51]"

Le dichiarazioni della docente dell'Università di Chicago pongono le loro fondamenta sulla teoria dei tornei di Lazear e Rosen del 1981, utilizzata per descrivere certe situazioni in cui le differenze salariali si basano su differenze relative fra individui piuttosto che sulla produttività marginale degli stessi. Secondo la teoria dei tornei la competizione a livello professionale permette l'emergere del talento, tuttavia questo avviene nel momento in cui le condizioni di partenza dei giocatori sono le stesse, ovvero il gioco è simmetrico. Nel torneo uomo-donna, tuttavia, il torneo è sia impari, ovvero i costi sostenuti dalla donna per partecipare al torneo sono superiori rispetto a quelli dell'uomo ed è inoltre ingiusto, in quanto le regole del gioco svantaggiano il genere femminile. [52]

A causa delle differenti condizioni di partenza alla figura maschile è dunque associata una maggiore probabilità di vittoria del torneo e ciò comporta ad una certa inefficienza di mercato poiché determina un'allocazione sub-ottimale del talento che danneggia in primis le donne, ma anche l'intera società.

In un campione costituito dai nati in USA nel 1985, è stato analizzato come, nonostante la percentuale di donne laureate fosse pari al 40% rispetto al 30% degli uomini, le mansioni più remunerative erano

sempre associate ad una forte presenza del genere maschile, non riuscendo il vantaggio di istruzione a colmare gli stereotipi di genere [51].

A differenza della visione “think manager, think male”, la più moderna economia di genere presuppone che il talento sia equamente distribuito fra uomini e donne, tuttavia la presenza delle donne a livelli apicali è ancora sottorappresentata. È necessario dunque strutturare un adeguato sistema di incentivi che equilibri le condizioni di partenza di ambo i sessi in modo da associare la stessa probabilità di vittoria, a parità di talento.

3.3 Direttive dell’Unione Europea in ambito di gender diversity nel CdA e risultati raggiunti dagli Stati Membri

Per effettuare uno studio comparato relativo alla presenza di donne all’interno del consiglio di amministrazione e valutarne il trend di crescita bisogna considerare le differenze strutturali esistenti fra i diversi paesi, in particolare bisogna focalizzarsi sulla normativa vigente nel paese, se sono state adottate leggi che sostengono l’introduzione di quote di genere obbligatorie, come l’Italia, oppure se la parità di genere nei board viene favorita attraverso meccanismi più soft come un’adesione volontaria o sulla base di principi “comply or explain”.

In Europa gli Stati che hanno adottato quote di genere obbligatorie per le società quotate sono: Italia, Belgio, Francia, che hanno adottato le quote nel 2011, Germania nel 2015 ed infine Portogallo ed Austria nel 2017.

Considerando come tipping point la presenza di tre amministratrici all’interno del CdA, tale parametro è stato superato dal 78% delle società europee. La differenza fra paesi con quote obbligatorie e non, incide in modo significativo sulla presenza di donne nel Consiglio di Amministrazione: in media, nel 2020, il 37% dei membri dei Consigli di Amministrazione di società appartenenti a paesi con quote di genere obbligatorie era costituito da donne, rispetto al 25% degli altri paesi [53].

Nei paesi con quote di genere obbligatorie, il 71,8% delle società analizzate presenta una percentuale di donne nel board superiore al 30%, mentre il 57,3%, ha superato la quota obbligatoria per legge. Si distinguono Francia e Italia per percentuale maggiore di società che hanno superato la quota imposta dalla legge vigente. È inoltre notevole sottolineare come nella top ten di paesi che presentano la

percentuale maggiore di società aventi una presenza di donne superiore a tre nel CdA, rientrano nove Stati europei [54].

Molteplici donne che ricoprono rilevanti posizioni al vertice delle società riconoscono l'importanza delle quote di genere come catalizzatore per il raggiungimento di risultati di breve periodo. In particolare, stando alle dichiarazioni che Amparo Moraleda, attuale membro di CdA di Airbus e Vodafone, ha rilasciato alla Deloitte, le quote di genere hanno innescato un cambiamento culturale, costringendo gli amministratori ad uscire dal comfort zone e ad ampliare la ricerca rispetto a ristretta cerchia di candidati esclusivamente di sesso maschile [55]

Attraverso il "Women Charter" del 2010 la Commissione Europea ha dichiarato il suo impegno verso l'uguaglianza di genere ai vertici della società e nel "Libro verde del 2011" ha riconosciuto la necessità di associare all'introduzione delle quote di genere politiche volta a porre sullo stesso piano la figura maschile e femminile e di fornire alle donne gli strumenti adeguati a poter ricoprire posizioni al vertice. [47]

La proposta di direttiva della Commissione Europea del 2012, ancora oggi non approvata, si pone l'obiettivo del raggiungimento di un equilibrio di genere all'interno dei CdA delle società quotate degli Stati Membri attraverso l'introduzione di quote di genere obbligatorie. In particolare la direttiva impone che 40% dei membri con incarichi non esecutivi all'interno di società quotate sia riservato al genere meno rappresentato, l'adozione di criteri trasparenti e neutrali nel processo di selezione, e a parità di merito, l'assegnazione dell'incarico al genere meno rappresentato. [56] La direttiva, seppur relativa soltanto ad incarichi non esecutivi, prende la forma di quote di genere in quanto l'adesione a questi criteri non sarebbe facoltativa quanto obbligatoria, essendo soggette a sanzione le società che non si adeguano a quanto prescritto.

Tuttavia, nonostante la direttiva sia ancora in fase di approvazione, negli Stati Membri si evidenzia una crescita rilevante verso un modello che punta al raggiungimento parità di genere. Stando alle rilevazioni del Europe index, in media, in Unione Europea il trend di donne all'interno del CdA è decisamente in crescita, in particolare dal 2019 al 2020 si è registrato un incremento di tre punti percentuali, passando dal 26% al 29% di donne all'interno del CdA. Tuttavia, questa crescita significativa riguarda principalmente l'assegnazione di incarichi non esecutivi, essendo tuttora la percentuale di donne in posizione di CEO o presidente del consiglio pari soltanto all'8% nel 2020, e presenta un trend di crescita poco significativo [53].

L'adozione di politiche volte a migliorare la parità di genere ai vertici delle società varia a seconda del settore, in particolare il settore dell'information technology è stato da sempre caratterizzato da una forte presenza maschile. Tuttavia, a questo settore è stato associato nel 2019 il tasso di crescita a livello globale più elevato riguardo alla presenza di donne all'interno del CdA: si è assistito ad un incremento dal 14,8% del 2018 al 17% del 2019 di donne nel CdA ed inoltre la percentuale di aziende con più di tre amministratori è passata dal 15,5% del 2018 al 28,3% del 2019 [54]

Tuttavia, nonostante settori come l'information technology si stiano avvicinando ad un modello più egualitario, ancora l'obiettivo della parità di genere è molto distante, esempio attuale è certamente la bassa percentuale di ministri della salute in Europa di genere femminile, pari soltanto al 30%, a fronte del 70% di operatrici sanitarie. Nonostante le pressioni dell'Organizzazione Mondiale della Sanità relative alla necessità di un equilibrio, la gestione della crisi attuale dovuta alla diffusione del virus COVID-19 è dominata dalla presenza maschile [53]

3.4 Risultati raggiunti in Italia sulla gender diversity nel CDA delle società quotate

La legge Golfo-Mosca ha sicuramente accelerato il processo di convergenza verso un modello di Consiglio di amministrazione egualitario dal punto di vista della gender diversity.

La necessità di introdurre le quote di genere in Italia, che ha portato la nazione a distinguersi positivamente per quanto riguarda la diversità di genere delle società a controllo pubblico e quotate, sorge dal pessimo posizionamento dell'Italia a livello mondiale relativamente alle pari opportunità fra uomo e donna. Infatti, stando alle rilevazioni del World Economic Forum del 2006, precedente all'introduzione della legge, l'Italia occupava la 77° posizione di 149 dei paesi censiti per disparità di genere ed inoltre ricopriva le ultime posizioni fra i paesi più avanzati. Le rilevazioni del 2020 tuttavia posizionano l'Italia alla 76° posizione, il cui miglioramento è imputato in parte alla politica delle quote di genere, ma evidenziano come la legge Golfo Mosca non sia di per sé bastevole per garantire un buon posizionamento a livello mondiale, se non affiancata da altre normative che supportino la parità di genere. Se da un lato, dunque, si può evidenziare come l'obbligatorietà delle quote rosa abbia permesso all'Italia di distinguersi positivamente nelle classifiche relative alla diversità di genere di società quotate, dall'altro considerando un indice globale che incorpora al suo interno diversi aspetti della diversità di genere, il posizionamento italiano a livello globale non ha avuto un incremento notevole con l'introduzione della legge. Considerando i dati relativi alle società

quotate italiane dal 2008-2010, la presenza di donne nel CdA era in media pari al 6,7% del CdA, nonostante le dimensioni maggiori, le blue chip, ovvero le società quotate sulla borsa italiana con capitalizzazione maggiore di 1 Miliardo di euro, segmento oggi diviso in FTSE MIB e FTSE Italia Mi Cap, presentavano un board meno diversificato rispetto alle star, ovvero il segmento gestito da Borsa Italiana che comprende società per azioni di medie dimensioni. In generale, nel 47% delle società quotate in Italia era presente almeno una donna nel board, mentre soltanto nel 13% delle società si riscontrava la presenza di più di un'amministratrice. [57]

Se si considera come tipping point tre donne nel consiglio, al fine di avere un peso sulle decisioni ed una certa rilevanza, questo risultato enfatizza come in Italia fosse necessaria l'introduzione di una legge come la Golfo Mosca.

Stando alla rilevazione della Cerved, Considerando le sole società quotate, nel 2011 la percentuale complessiva di donne nei board era pari soltanto al 7,4% mentre nel 2012, anno dell'introduzione della legge la percentuale aveva raggiunto l'11,6%, con 288 donne al vertice delle società quotate italiane. La percentuale di donne nei board delle società quotate ha registrato a partire dal 2011 un trend sempre crescente e nel 2019 il 36,3% di donne on board, ovvero 811 di 2235 membri delle 224 società considerate. Anche la presenza di donne nei Collegi Sindacali ha subito un significativo aumento, infatti nel 2012 la percentuale di donne che ricoprivano la carica, era pari al 13,4% del totale mentre nel 2019 la percentuale ha raggiunto il 41,6%, ovvero 475 donne su un totale di 1143 sindaci. Tuttavia, tale percentuale è più alta rispetto a quella dei board in virtù del fatto che la numerosità dei membri del Collegio Sindacale è in genere minore rispetto a quello del CdA. La legge Golfo Mosca prevede un'approssimazione per eccesso per definire la numerosità di donne nel Consiglio di Amministrazione. Nel 13,9% delle aziende, si è registrata la presenza effettiva di un'unità in più rispetto a quanto richiesto mentre nel 26% dei Collegi Sindacali, ovvero 58 aziende, si è registrato un incremento di almeno un'unità rispetto a quanto dettato dalla legge.

Per quanto riguarda le cariche apicali delle aziende, l'introduzione della Golfo Mosca ha comportato un incremento significativo, anche se la legge non specifica la posizione particolare che le donne devono ricoprire all'interno del Consiglio di Amministrazione. Tra il 2013 e 2017 si è registrato un incremento molto consistente, da 10 a 27 donne come presidente del CdA e da 13 a 17 donne come amministratore delegato, tuttavia attualmente il trend si è stabilizzato, infatti secondo le rilevazioni del 2019 sono 24 le donne presidenti mentre 14 gli amministratori delegati. Considerando la distribuzione di donne nel board nel 2019, la percentuale maggiore è imputabile al settore dei servizi dove le donne costituiscono il 36,4% del Consiglio di Amministrazione, seguito dal settore della

finanza pari al 36,2%. Inoltre, considerando la distribuzione geografica, la percentuale di imprese con board costituiti da donne che superano almeno di un'unità rispetto a quanto stabilito dalla legge è così distribuita: in centro Italia il 16%, nel nord-ovest il 15%, nel sud e isole il 12,5%, ed infine si posiziona il nord-est con il 10%. Le società partecipate dalla Pubblica Amministrazione, hanno registrato un significativo aumento della percentuale di donne nel CdA, passando dall'11,2% del 2014 al 28,4% del 2019. Considerando la distribuzione geografica, la presenza di donne nei board delle società quotate pubbliche, registra la percentuale massima in Umbria, pari al 36,5% di donne, mentre registra i valori i peggiori in Sicilia 15,1%, Calabria 11,4% e Basilicata 9.5%. [58]

Stando al report della CONSOB sulla Corporate Governance delle società quotate del 2019, notevole il trend di crescita delle donne nei Consigli di Amministrazione con ruolo di amministratore indipendente: nel 2014 il 64% era amministratore indipendente, mentre nel 2019 il 72%. Inoltre, considerando la percentuale di donne che siedono nei CdA di altre società quotate ha subito negli anni un notevole incremento: nel 2014 le donne interlockers erano pari al 25,2% del totale mentre nel 2019 tale percentuale è salita al 34,1%, d'altra parte, considerando questo intervallo temporale, per la prima volta nel 2019 si è assistito ad un assestamento, infatti nel 2018 tale percentuale era pari al 34,5%. [59]

3.5 Divario di genere in Italia e risultati raggiunti nei CdA delle società non quotate

Attraverso l'analisi del Gender Equality Index, un indicatore realizzato dall' European Institute for Gender Equality, è possibile visualizzare sia i progressi dell'Unione Europea relativamente alla parità di genere, che degli Stati Membri e il relativo posizionamento.

È possibile distinguere fra una crescita di breve periodo, considerando i dati raccolti a partire dal 2017, ed una crescita di lungo periodo, dal 2010 al 2018.

Il posizionamento complessivo dell'Unione Europea riguardo tale indice è pari a 67,3, l'Italia invece presenta un indice complessivo pari a 63,5. È importante sottolineare come l'Italia sia stata uno dei Paesi, insieme a Lussemburgo e Malta che nel lungo periodo ha registrato un incremento più significativo verso l'uguaglianza di genere. Se l'Italia si è contraddistinta per il suo incremento significativo del Gender Equality index, pari a 10,7 punti, l'aumento nel breve periodo è poco significativo, infatti l'indice dal 2017 al 2018 è aumentato di soli 0,5 punti. Considerando la

scomposizione dell'indice nei suoi sottocomponenti, in particolare quello relativo alla parità di condizioni fra uomo e donna sul posto di lavoro, che tiene conto della qualità del lavoro, della segregazione di genere e del tasso di partecipazione delle donne alla vita lavorativa, è significativo come l'Italia si posizioni ultima fra tutti i paesi europei. In particolare, considerando le competenze digitali, che ormai sono fondamentali in quasi tutti i settori, in Unione Europea sono in media più sviluppate negli uomini piuttosto che le donne. Anche in questo caso il divario di competenze digitali in Italia è uno dei più alti dell'Unione Europea. Questo fattore contribuisce alla disparità di genere in ambito lavorativo vigente in Italia, infatti vi è un'evidente correlazione fra i paesi con basso grado di partecipazione delle donne al mondo lavorativo e competenze digitali poco sviluppate nelle donne. [53]

Il tasso di occupazione femminile italiano del 2018 è pari al 49,5%, occupando la terzultima posizione per tasso di occupazione femminile, seguita soltanto da Macedonia e Turchia.

L'occupazione femminile non è omogenea in Italia, infatti in 32,2% delle donne del sud Italia fra i 15 e 64 anni lavora, a fronte del 59,7% del Nord Italia.

È notevole come all'aumentare della responsabilità diminuisca la partecipazione femminile al mondo del lavoro. I dati ISTAT del 2018 riportano che il 57,5% degli impiegati italiani sia donna, il 45,1% dei quadri e il 31,9% dei dirigenti. Inoltre, gli operai italiani sono prevalentemente uomini: soltanto il 35,1% è costituito da donne.

Il fenomeno della sovra-istruzione, misurato come il numero di occupati che posseggono un titolo di studi superiore a quello che serve per adempiere la posizione svolta diviso per il totale di occupati, è maggiore per le donne rispetto agli uomini: nel 2019 pari al 35,2% delle laureate e il 42% delle donne fino a 34 anni. [60]

La rilevazione della Cerved riporta come la presenza di donne nel CdA sia in crescita anche nelle società in cui non è prevista l'adozione di una quota rosa obbligatoria. Tuttavia, la crescita è sia più lenta che meno consistente, infatti attualmente in media i board delle società non quotate sono costituite per il 17,7% da donne, dato molto distante da quanto richiesto dalla legge Golfo Mosca.

Nell'anno 2012, anno in cui è entrata in vigore la legge Golfo Mosca, in media la percentuale di donne sia nella società ad Amministratore Unico che con CdA composto da più di 2 membri era pari al 15,4% pertanto ad oggi è stato registrato un incremento di soli 2,3 punti percentuali, nello stesso periodo la presenza femminile nei board delle società quotate è stata di ben 25 punti percentuali.

Suddividendo le imprese non quotate per fatturato, le società che presentano un tasso maggiore di donne nel CdA sono quelle a fatturato minore, infatti per le imprese con un fatturato compreso fra i

10 e 50 milioni si ha in media una percentuale di donne nel board pari al 19%, inoltre se la quota rosa fosse valida pure per le non quotate, il 33,9% di queste società la rispetterebbe, mentre per le più grandi, con un fatturato superiore ai 200 milioni la percentuale media di donne nel board è pari a al 16,5% mentre il 27,1% delle società rispetterebbe la quota rosa, tuttavia questa fascia è quella che ha registrato un incremento più significativo dal 2012, ovvero dal 14,3% al 27,1%, pertanto si potrebbe avanzare le ipotesi che l'effetto a cascata delle quote rosa si sia realizzato soprattutto per le società più grandi. Per analizzare gli effetti della legge Golfo Mosca è stata realizzata una analisi dalla CERVED su un campione costituito da 153 imprese quotate e 149 non quotate, la caratteristica di questa analisi è che per ogni azienda di una delle categorie, considerando diverse caratteristiche osservabili, si è ricavata una gemella dell'altra. Il risultato dell'analisi è stato che mentre l'andamento della curva delle donne presenti nel CdA ha avuto un impulso significativo dettato dall'introduzione della legge Golfo Mosca per le società quotate, per le altre non è stato registrato alcun incremento significativo connesso all'introduzione della legge, non verificandosi di fatto l'effetto a cascata previsto. [58]

3.6 Performance di impresa e gender diversity

La sola presenza di donne all'interno del Consiglio di Amministrazione non è di per sé bastevole per garantire i benefici che derivano dalla varietà di genere e quindi dalla diversità dei punti di vista all'interno del CdA: affinché ciò sia possibile è necessario raggiungere la massa critica. Nel momento in cui la presenza femminile all'interno del consiglio è vista soltanto come un token, ovvero come un simbolo di inclusione sociale, allora vengono meno sia i benefici connessi alla varietà di genere ma anche il senso stesso della manovra. L'adozione di quote di genere potrebbe, in un primo momento, essere considerata come l'imposizione di un token all'interno del CdA. Tuttavia, bisogna precisare che si parla di token fin quando non viene raggiunta la massa critica, la quale, per quanto concerne il CdA, è stata considerata la presenza di almeno tre donne. La legge Golfo Mosca del 2012, impone che almeno un terzo del Cda delle società quotate sia costituito da donna, e dunque si si considera un Cda costituito in media da 8 individui, 3 di questi devono essere donne, inoltre con la proroga la quota obbligatoria è stata portata a due quinti, garantendo il raggiungimento del tipping point. Le quote di genere obbligatorie hanno innescato un cambiamento culturale, permettendo alle stesse amministratrici di poter esprimere la propria opinione ed incidere sulle decisioni, senza il timore di essere discriminate e stereotipate. Infatti, nel momento in cui viene raggiunta la massa critica, l'intero

Consiglio di Amministrazione può godere di risorse competenze che le donne possono portare all'interno dell'organizzazione, pertanto la legge Golfo Mosca è caratterizzata da una durata temporanea, confidando che alla scadenza della validità della legge, tale processo diventi naturale e non più forzato.

A sostegno della necessità di raggiungere una massa critica per godere dei benefici connessi alla presenza di donne nel CdA, è stato condotto uno studio su delle aziende norvegesi, dove è stato analizzato se la numerosità delle donne nei board influisse o meno sul grado di innovazione dell'organizzazione stessa, ovvero nella capacità dell'organizzazione di adottare nuovi processi innovativi e routine all'interno dell'organizzazione. Gli studi, in linea con quanto detto, hanno dimostrato come la presenza di una sola donna nel CdA non impatti sul grado di innovazione organizzativa, ma una volta raggiunta la massa critica è stata analizzata una correlazione significativa [61]

La letteratura relativa alla relazione donne nel CdA- performance di impresa, pone le sue fondamenta sugli studi di Adams e Ferreira, i quali si sono concentrati in particolare sulla correlazione fra monitoraggio del CEO e presenza di donne nel Consiglio di Amministrazione. È stato analizzato come ad una maggiore presenza di donne nel CdA sia associato una funzione di monitoring più severa da parte del CdA su CEO. Se si considerano le performance di impresa analizzate da diversi punti di vista, un monitoring più pressante è necessariamente connesso a conseguenze sia positive e negative, pertanto secondo questo corpo di ricerca l'adozione di politiche a sostegno delle quote di genere non può essere motivata da un conseguente aumento della performance di impresa poiché questo effetto non è sempre garantito. [62]

Se da un lato gli studi su una possibile correlazione esistente fra presenza di donne del CdA e maggiore performance di impresa sono spesso contraddittori, il maggior monitoring del CEO è certamente un fattore percepito come positivo dagli azionisti, i quali vedono i propri interessi tutelati da comportamento opportunistici da parte del management. Coerentemente con una migliore espletazione della funzione di monitoring del CEO da parte delle donne, su un campione costituito da aziende francesi è stata ritrovata una correlazione positiva fra la Q di Tobin e il numero di amministratori indipendenti donne. Viene dimostrato come effettivamente gli investitori reagiscano positivamente al collocamento di donne all'interno del CdA, associando alle donne una maggiore capacità di monitoraggio. [63]

Jensen e Rozeff hanno ritrovato nella distribuzione dei dividendi un utile strumento di monitoring, poiché questa limiterebbe i flussi di cassa liberi e quindi anche il rischio di opportunismo da parte

dell'amministratore. Inoltre, riducendo questi flussi di cassa l'azienda sarebbe costretta a ricorrere ad altre fonti di finanziamento esterno, le quali fungono da strumento di Corporate Governance disciplinante nei confronti degli amministratori. È stata ritrovata una correlazione positiva fra politiche che a favore di distribuzioni dei dividendi e presenza di donne come amministratori indipendenti, riconducendo l'utilizzo di tale strumento come strumento per espletare la funzione di monitoring. [64]

Attraverso la funzione di monitoring le donne nel CdA sono in grado di mitigare l'eccessiva sfrontatezza del CEO nelle proprie decisioni, infatti la presenza di donne nel CdA è associata a crescita di asset ed investimenti meno aggressiva, giungendo ad decisioni più caute e ponderate con una maggiore avversione al rischio. Inoltre, è stata ritrovata una correlazione fra presenza di donne nel CdA ed una risposta più positiva in riferimento a situazioni di crisi, in particolare considerando il periodo fra il 2007 e 2009, infatti è stato rilevato una minor calo delle performance di impresa dal punto di vista finanziario ed operativo [65].

Un recente studio del 2020 si è occupato di dimostrare come la diversità di genere all'interno del CdA influenzi positivamente il comportamento dei membri del Consiglio di amministrazione stesso e comporti anche uno spillover effect su altri Consigli di Amministrazione. Lo studio si è incentrato su come gli amministratori di sesso maschile modificano i propri comportamenti nell'espletamento del proprio ruolo all'interno del CdA sia se il consiglio stesso presenti una varietà di genere ma anche quando, ricoprendo delle cariche in altri consigli di amministrazione, entrano in contatto con amministratrici. Dagli studi è stato dimostrato come la gender diversity all'interno del CdA e lo spillover effect aumentino l'avversione al rischio nelle scelte di investimento del Consiglio di Amministrazione, agevolino la tendenza al turnover del CEO in caso di cattiva gestione e favoriscano un minore assenteismo alle riunioni da parte degli amministratori. Viene dunque dimostrato come l'introduzione di figure femminili nelle posizioni apicali permetta di smontare il pensiero "think manager think male", influenzando il comportamento e quindi il pensiero degli amministratori, non soltanto attraverso un effetto diretto ma anche indiretto attraverso lo spillover effect [66].

CAPITOLO 4: LA NUOVA FRONTIERA DEL SUCCESSO SOSTENIBILE

Con l'acronimo ESG si fa riferimento ad una classe di investimento che considera parametri di performance non finanziari connessi al raggiungimento di lungo periodo di obiettivi in termini di impatto sociale positivo e sostenibilità. Gli indicatori ESG garantiscono agli investitori una maggiore trasparenza e consapevolezza nelle scelte di investimento. Sempre più investitori, infatti, nella scelta del loro portafogli tengono in considerazione l'adozione di pratiche sostenibili da parte dell'impresa in modo da contribuire, attraverso i propri investimenti, alla promozione di attività volte a contrastare i cambiamenti climatici e a favorire una maggiore equità sociale. Con obiettivi Environmental si fa riferimento all'impegno che l'azienda destina nell'adozione di pratiche volte a diminuire la propria carbon footprint, ovvero le emissioni di gas serra misurate in termini di CO2 equivalente. Con Social viene considerato l'impatto dell'azienda sulla società, tenendo conto di tutte le iniziative volte alla promozione del territorio, miglioramento delle condizioni lavorative dei dipendenti e promozione di attività di supporto nei confronti di realtà svantaggiate. Infine, con Governance si intende l'adesione dell'azienda al Codice di Autodisciplina vigente, la trasparenza della società nei confronti di investitori e stakeholders e la diversità e indipendenza del board.

Le strategie adottate dal Consiglio di Amministrazione determinano l'impatto aziendale su consumatori e stakeholders. Il nuovo Codice di Autodisciplina del 2020 rimodula la concezione di impresa considerando come obiettivo ultimo non soltanto la creazione di valore per gli azionisti ma di perseguire il "successo sostenibile della società", definito come la "creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società" [4]

In questa nuova formulazione di impresa è necessario anche rivedere il ruolo del CdA: nella definizione e implementazione dei piani strategici e industriali gli amministratori dovrebbero tenere conto anche di fattori ESG ovvero ambientali, sociali e di governance.

I rating ESG sono sviluppati da provider finanziari come MSCI, Sustainalytics, Bloomberg, Thomson Reuters e RobecoSAM e la stima di tali indicatori è basata principalmente su informazioni rese disponibile dalle stesse aziende nei report pubblici e dai media.

In particolare, il provider finanziario Thomson Reuters, utilizzato per l'analisi empirica presentata nei successivi capitoli, attraverso l'analisi di report annuali, siti aziendali, report CSR, fornisce oltre

500 misure ESG, inoltre, essendo i dati in input soggetti a controlli periodici bisettimanali, qualora vi siano ulteriori informazioni da aggiungere al dataset, queste sono riaggornate determinando un costante e continuo monitoraggio degli indici ESG. Al fine di garantire un'elevata qualità dei dati forniti, le variabili ESG sono costantemente monitorate attraverso controlli qualità automatici, sample audit e altri strumenti necessari a migliorare il profilo qualitativo dei dati in output. Gli scores di Thomson Reuters sono relativi alle tre aree degli indici ESG, ovvero Environmental, Governance e Social. In totale sono dieci le categorie analizzate per rilevare sia un indice ESG globale, ma anche vari indici derivati. A loro volta queste 10 categorie, sono rilevate analizzando molteplici informazioni pubblicate da parte delle imprese, infatti sono 178 gli aspetti considerati per poter determinare gli indici [67]

4.1 Principali attori degli investimenti ESG

Gli investimenti ESG coinvolgono un elevato numero di stakeholders, fra i principali attori si distinguono:

- Emittenti finanziari
- Fornitori di Rating
- Gestori di fondi di investimento
- Istituzioni del settore pubblico
- Fornitori di framework
- Autorità di controllo

Gli emittenti finanziari sono coloro che richiedono capitali agli investitori attraverso l'emissione di titoli azionari o di debito.

Per poter ottenere il rating ESG, è infatti necessario che le società rendano accessibili le informazioni relative ai propri progressi in ambito di sostenibilità, attraverso stesura di report e bilanci di sostenibilità.

I fornitori di rating si occupano di analizzare quanto dichiarato dalle stesse imprese relativamente agli sviluppi ESG, le tendenze di settore e informazioni rese disponibili anche dai media per effettuare delle analisi quantitative e qualitative e determinare i sotto-indicatori ed il rating ESG globale.

I principali fornitori di rating ESG a livello globale sono: MSCI, Sustainalytics, Bloomberg, Thomson Reuters e RobecoSAM.

I gestori di fondi e gli investitori istituzionali, pertanto, tengono conto dei fattori ESG per effettuare le proprie scelte di investimento e per la valutazione dei rischi.

Il portafogli sviluppato tenendo in considerazione dei fattori ESG viene tenuto separato da altre scelte di investimento: questo viene costruito specificatamente per soddisfare tutti quegli investitori che desiderano contribuire al benessere sociale oltre che ottenere dei rendimenti di mercato.

Inoltre, un elevato numero di istituzioni pubbliche si sta interessando alla finanza sostenibile e all'impatto che questa può avere in tema di sostenibilità e lotta contro i cambiamenti climatici.

Per poter garantire una certa coerenza e trasparenza ed oggettività fra gli indicatori ESG sviluppati da differenti fornitori di rating, diversi fornitori di framework si stanno occupando di standardizzare le modalità di reporting guidando le imprese nella stesura dei bilanci. I principali fornitori di framework sono: Sustainability Accounting Standards Board (SASB), il Global Reporting Initiative (GRI) e International Integrated Reporting Consiglio (IIRC). [2]

Infine, sia le autorità di regolamentazione dei mercati, le autorità di vigilanza dei fondi istituzionali ma anche la stessa ONU e OCSE, stanno contribuendo alla standardizzazione del processo di determinazione dei rating ESG e di rendicontazione delle imprese, per garantire una maggiore trasparenza nei confronti dei fondi di investimento, investitori finali e più in generale di tutti gli stakeholders.

L'andamento esponenziale che si è registrato in ambito di investimenti ESG negli ultimi 10 anni è stato determinato prevalentemente dalla necessità, da parte delle imprese, di rendere conto ai differenti stakeholders della società oltre che agli azionisti e dalla maggiore sensibilità a tematiche relative alla sostenibilità da parte degli investitori finali.

La consapevolezza che l'obiettivo ultimo della azienda non è soltanto quello di massimizzare il valore degli azionisti ma di tutti gli stakeholders e la conseguente necessità di incrementare la reputazione dell'azienda e dimostrare l'impegno nella creazione del valore a lungo termine, hanno spinto le società a rendicontare relativamente agli obiettivi raggiunti in ambito di sostenibilità e non.

Considerando l'importanza che l'investitore finale attribuisce all'impatto sociale ed economico dei propri investimenti, sempre più fondi di investimento ed investitori istituzionali tengono conto di fattori ESG nelle scelte di portafoglio, inoltre, il passaggio da investimenti puramente speculativi ad investimenti che mirano a migliorare la società è guidato principalmente dai millennials e dalla generazione X [2].

4.2 Le principali strategie di investimento ESG

Vengono distinte differenti categorie di investimenti in ambito di sostenibilità, in virtù del peso relativo che viene conferito al ritorno economico e al benessere sociale nelle scelte di portafoglio.

Gli investimenti effettuati per pura filantropia non mirano ad un rendimento economico, il ritorno dell'investitore è puramente sociale: dall'investimento, infatti, non ci si aspetta di ricavare dei profitti ma di contribuire al miglioramento della società.

Per SRI, ovvero investimento socialmente responsabile, si intende la selezione di investimenti che rispettano alcuni standard etici: vengono inseriti nel portafogli soltanto i titoli di società conformi a dei principi stabiliti.

Nell'impact investing, l'obiettivo principale che si pone l'investitore è di generare un impatto positivo: l'importanza attribuita all'aspetto sociale o economico dipende dalle priorità e obiettivi dell'investitore.

Ciò che caratterizza gli impact investing è l'aspetto tematico, tali investimenti, in genere, sostengono un progetto/iniziativa specifica.

L'obiettivo principale degli investimenti ESG è, invece, il ritorno economico, tuttavia nella scelta della composizione del portafogli vengono tenuti in considerazione fattori ambientali, sociali e di governance. [2]

Pertanto, attraverso la valutazione dei fattori ESG viene migliorata l'analisi finanziaria tradizionale, stimando rischi e opportunità con un'ottica di lungo periodo.

Le principali strategie ESG, che possono essere combinate fra di loro per ottimizzare le scelte di portafogli, includono:

- Exclusionary screening
- Positive screening
- ESG integration
- Active ownership

Con exclusionary screening si intende l'esclusione delle società che non rispettano degli standard etici in ambito di diritti umani, sostenibilità o tutela dei lavoratori. In ambito di investimenti ESG questa è una delle prime strategie che viene adottata per poter filtrare i titoli di interesse.

Inoltre, spesso vengono esclusi i titoli delle aziende che non si adeguano a standard e norme internazionali come quelle dettate dall'OCSE.

Un'altra strategia è quella del positive screening, dove vengono selezionate delle imprese in virtù dello score ESG. L'adozione di tale strategia implica l'applicazione di due differenti criteri: best in class, dove vengono selezionate le aziende che superano determinate soglie relativamente al rating globale o ai suoi sotto-indicatori e il criterio memento ESG, con cui vengono selezionate le società che mostrano segni di miglioramento del rating in futuro. [68]

Un'ulteriore strategia molto adottata è ESG integration, dove, fra i vari criteri di selezione dei titoli vengono integrati fattori ESG.

Infine, con active ownership, si intende la partecipazione da parte del fondo di investimento, esercitata attraverso il diritto di voto, nel raggiungimento di obiettivi ESG. Ovviamente per poter adottare tale strategia è necessario che il fondo abbia una significativa quota all'interno della società.

4.3 Bias del rating ESG

La domanda di investimenti ESG ha registrato un trend con crescita esponenziale negli ultimi dieci anni. Il rating viene fornito, sulla base delle informazioni disponibili e di quelle divulgate delle stesse imprese, da provider finanziari come MSCI, Sustainalytics, Bloomberg, Thomson Reuters e RobecoSAM [2].

Le società a cui è associato un rating ESG costituiscono il 78% del totale della capitalizzazione mondiale, il 95% degli Stati Uniti e l'89% dell'Unione Europea. [2]

Il maggiore interesse a rendicontare i propri progressi in ambito di sostenibilità da parte delle società ha contribuito alla diffusione di rating ESG, tuttavia è stato osservato l'esistenza di un bias nei confronti delle imprese ad alta capitalizzazione.

Diversi studi hanno infatti dimostrato l'esistenza di una correlazione positiva fra società ad alta capitalizzazione e score ESG.

Questo bias può essere giustificato dal fatto che tali imprese hanno più risorse da destinare al processo di rendicontazione, dispongono di più analisti che permettono di stendere meglio i report e hanno una maggiore possibilità di allocare più risorse anche nelle stesse opportunità volte a migliorare la sostenibilità di impresa [2].

Questo fattore certamente penalizza le imprese più piccole, poiché queste, per scarsità di risorse economiche, non hanno la possibilità di emergere in ambito ESG. Per quanto concerne il confronto fra i rendimenti di portafogli costituito da titoli tradizionali e da titoli ESG, li risultati in letteratura sono molto contrastanti.

Da tre differenti studi condotti da Orlitzky, Schmidt e Rynes del 2003 [69], da Margolis, Elfenbein e Walsh del 2009 [70] e da Wang, Dou e Jia del 2016, è emersa l'esistenza di una relazione positiva fra responsabilità sociale di impresa e performance finanziaria.

Una ricerca di 2016 condotta da Schuhmacher [71] ha messo in evidenza, attraverso un campione costituito da portafogli ESG dal 2004 al 2012, come un portafoglio costituito da titoli ESG non fornisca un rendimento superiore adeguato al rischio rispetto a un portafoglio costituito senza tener conto di fattori ESG.

Tuttavia, bisogna considerare i mutamenti nel panorama finanziario connessi alla diffusione del virus COVID-19: Nel primo trimestre del 2020, successivamente alla diffusione del contagio COVID-19, diversi provider finanziari hanno messo in luce una sovraperformance dei fondi ESG rispetto ai tradizionali.

I titoli ESG hanno mostrato un miglior profilo rischio-rendimento poiché le strategie ESG si basano su una valutazione dei titoli che tiene conto anche di fattori non finanziari.

Ad esempio, i fondi che hanno adottato una strategia exclusionary screening, escludendo le imprese che producono combustibili fossili, hanno mitigato le conseguenze dovute al crollo del prezzo del petrolio.

Oltretutto, nelle scelte di portafoglio ESG, viene tenuto in considerazione anche l'aspetto innovativo delle aziende, pertanto i fondi costituiti da titoli di imprese che hanno visto un'accelerazione delle loro innovazioni causa pandemia, soprattutto relativamente al settore farmaceutico o sanitario, hanno registrato performance superiori.

È stato analizzato nel report di Morningstar Manager Research European Sustainable FundFlows, come le aziende con migliore rating ESG siano state più resilienti in periodo di pandemia: considerando i risultati finanziari relativi al primo trimestre del 2020, in Europa i fondi sostenibili hanno raccolto 30 miliardi di euro, mentre si è registrata una perdita a livello generale, sempre nello stesso periodo, di tutti i fondi europei pari a 148 miliardi. [69]

La visione di lungo periodo differenzia gli investimenti ESG da quelli tradizionali: la preferenza da parte degli investitori a detenere titoli di qualità nel lungo periodo, ha conferito una maggiore resilienza a titoli di aziende con migliore rating ESG durante il periodo di pandemia.

Poiché l'adozione di una strategia ESG genera un impatto positivo nei confronti della società e poiché tali titoli sono più resilienti rispetto ai tradizionali in caso di shock esogeno, bisogna trovare una soluzione per quanto riguarda il principale bias connesso alla determinazione del rating: la mancanza di oggettività dovuta alle differenze dei rating forniti da provider differenti.

Tali differenze sono principalmente imputabili a:

- Differenze di metriche, sub-metriche utilizzate da parte dei diversi provider.
- Giudizio qualitativi degli esperti .
- Utilizzo di criteri differenti nell'allineamento del punteggio del provider finanziario con la materialità finanziaria, ovvero nell'aggiustamento dei pesi degli indicatori in relazione al settore e contesto in cui opera l'azienda.
- Differente modalità di misurazione delle controversie nella stima del rating ESG globale. [2]

Tale mancanza di oggettività e di allineamento fra i differenti fornitori di rating penalizza sia i fondi di investimento ESG, ma soprattutto gli investitori finali.

Pertanto, emerge la necessità di uniformare e standardizzare sia i criteri di determinazione degli standard da parte dei provider finanziari ma anche i criteri di reporting da parte delle imprese, in modo da accrescere il valore per tutti gli stakeholders degli investimenti ESG.

4.4 Agenda 2030 e SDGs

SDGs è l'acronimo di Sustainable Development Goals, ovvero obiettivi di sviluppo sostenibile.

Il 25 settembre 2015, 193 Paesi membri dell'ONU hanno definito un programma d'azione per garantire un miglior futuro al pianeta, ovvero l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile.

Gli Stati firmatari si sono impegnati a raggiungere tali obiettivi entro il 2030 e a rendicontare i risultati conseguiti annualmente attraverso la stesura di Rapporti Nazionali Volontari.

Poiché la sostenibilità non riguarda soltanto problematiche ambientali, gli obiettivi SDGs definiti dall'Agenda 2030, spaziano in più ambiti e sono suddivisi in tre grandi dimensioni dello sviluppo sostenibile: la sfera economica, sociale ed ecologica .

L'Unione Europea è fra i principali sostenitori dell'Agenda 2030, infatti lo sviluppo sostenibile e gli obiettivi SDGs sono alla base di tutte le iniziative e strategie di azione implementate.

Inoltre, l'Unione Europea si impegna sia nella rendicontazione dei progressi effettuati attraverso la stesura di report che sul consolidamento di partnership volte al raggiungimento di obiettivi di sviluppo sostenibile.

Gli SDGs sono in totale 17, tuttavia questi possono essere scorporati in 169 sotto-obiettivi a cui vengono associati 230 indicatori. Si tratta, dunque, di obiettivi misurabili che permettono di comprendere lo stato di avanzamento nel raggiungimento dei goals e determinare le azioni necessarie

al miglioramento. Inoltre, gli SDGs sono globali, ovvero riguardano e coinvolgono tutti i paesi, le organizzazioni e gli attori della società.

Pertanto, sia le aziende pubbliche che private sono chiamate a contribuire al raggiungimento degli obiettivi SDGs.

Per guidare le aziende nel perseguimento di obiettivi di sviluppo sostenibile il Global compact delle Nazioni Unite (Unge) in collaborazione con Global reporting initiative (GRI) ha stilato il rapporto “Integrating the SDGs into corporate reporting: a practical guide”, dove vengono distinte tre fasi che le imprese devono seguire per poter implementare all’interno dell’azienda gli obiettivi definiti dall’Agenda 2030. Nella prima fase l’azienda deve individuare gli obiettivi prioritari in relazione al settore di riferimento e al contesto in cui opera la stessa azienda. Successivamente bisogna definire gli obiettivi rispetto ai quali l’azienda si vuole impegnare, elaborare degli indicatori pertinenti e adottare delle politiche aziendali che permettano di implementare il programma d’azione.

Infine, è necessario rendicontare quanto effettuato e definire gli obiettivi che si vogliono raggiungere in futuro. Per quanto riguarda il reporting esistono degli standard di riferimento globali a cui attenersi, ovvero i GRI standards, che servono a definire in modo efficace, oggettivo e conciso, l’impatto effettivo che le iniziative intraprese dalle aziende hanno sulla sostenibilità.

Vengono riportati nella tabella sottostante i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile dell’Agenda 2030.

SDGs	GOAL	DESCRIZIONE
1	Sconfiggere la povertà	Sconfiggere ogni forma di povertà in tutto il pianeta
2	Sconfiggere la fame	Garantire un’adeguata nutrizione ad ogni essere umano e promuovere forme di agricoltura sostenibile
3	Salute e benessere	Garantire salute e benessere ad ogni individuo
4	Istruzione di qualità	Fornire ad ogni individuo un’educazione adeguata e di qualità
5	Parità di genere	Raggiungere la parità di genere fra i sessi e fornire strumenti adeguati alle donne per emanciparsi
6	Acqua pulita e servizi igienico-sanitari	Fornire ad ogni individuo i servizi igienico sanitari essenziali e acqua pulita
7	Energia pulita accessibile	Adottare sistemi di produzione di energia innovativi e sostenibili

8	Lavoro dignitoso e crescita economica	Garantire una dignità lavorativa ad ogni individuo e promuovere una crescita economica sostenibile
9	Imprese, innovazione e infrastrutture	Promuovere l'adozione di infrastrutture moderne e l'innovazione
10	Ridurre le disuguaglianze	Ridurre ogni forma di disuguaglianza e disparità sociale
11	Città e comunità sostenibili	Rendere le città più sostenibili e sicure
12	Consumo e produzione responsabili	Promuovere modelli di produzione e consumo responsabili e sostenibili
13	Lotta contro il cambiamento climatico	Promuovere azioni integrate di lotta ai cambiamenti climatici a tutti i livelli
14	Vita sott'acqua	Promuovere un modello sostenibile di gestione delle risorse marine, tutelare oceani e tutte le specie marine
15	Vita sulla terra	Promuovere un modello sostenibile di gestione delle risorse, tutelare l'ecosistema terrestre e tutte le specie animali e vegetali
16	Pace, giustizia e istituzioni solide	Garantire pace, giustizia ed istituzioni solide per ogni Stato
17	Partnership per gli obiettivi	Adottare un modello di Partnership per l'attuazione di strategie di sviluppo sostenibile

Tabella 1 SDGs dell'Agenda 2030

4.5 Donne nel CdA e sostenibilità di impresa

Nell'Agenda 2030 con SDGs 5 ci si riferisce al raggiungimento della parità di genere, all'adozione di politiche che permettano di fornire a tutte le donne del mondo strumenti adeguati a emanciparsi e gestire risorse economiche, entro il 2030.

Il modello microeconomico tuttora vigente è basato su un'impronta neoclassica per cui tutti gli individui, operando in piena razionalità, ottimizzano l'utilizzo delle risorse per massimizzare la propria utilità.

Le sfide e gli obiettivi definiti nell'Agenda 2030, tuttavia, si scostano notevolmente dal modello neoclassico, incentrato sulla massimizzazione del benessere individuale, piuttosto che sul benessere sociale e collettivo.

Pertanto, in virtù degli obiettivi di sviluppo sostenibile promossi dall'ONU e condivisi dalle principali istituzioni a livello mondiale, emerge la necessità di promuovere modelli economici che massimizzino il benessere collettivo.

Il principale indicatore di benessere nazionale è il PIL, ovvero il prodotto interno lordo. Tale indicatore viene calcolato tenendo conto soltanto di fattori economici e non è adeguato a misurare l'effettivo benessere della società. Sempre più organizzazioni internazionali si stanno adoperando per superare tale modello e favorire l'adozione di un indicatore del benessere che tenga conto anche di altri fattori, come il benessere sociale, la sostenibilità e parità fra i sessi.

Ad esempio, in Italia da alcuni anni va avanti il progetto BES, promosso da CNEL e ISTAT, finalizzato alla determinazione di tutti quei fattori che sono determinanti del benessere sociale al di là degli aspetti prettamente economici.

Molteplici studi hanno analizzato le principali determinanti del passaggio ad un modello economico sostenibile. Nello specifico sempre più corpi di ricerca si sono occupati di dimostrare se la presenza di donne nel Consiglio di Amministrazione impatti positivamente o meno l'adozione di politiche sostenibili all'interno dell'azienda e se donne nel CdA favoriscano il passaggio verso un'economia basata sul progresso, innovativa e sostenibile.

In particolare, uno studio effettuato su dati panel dal periodo 2007 al 2012 di imprese comprese nel FTSE 350 si è occupato di verificare se vi fosse una relazione fra gender diversity del CdA e maggior livello di divulgazione di informazioni relative alla sostenibilità di impresa. Per poter effettuare ciò è stata considerata come variabile dipendente il punteggio di divulgazione ESG di Bloomberg, che si basa sul grado di divulgazione dell'impresa di informazioni relative all'aspetto ambientale, sociale e di governance. Da tale ricerca è emerso come ad una maggiore percentuale di donne nel CdA corrisponda una maggiore propensione alla rendicontazione sulla sostenibilità. [70]

Un maggior grado di divulgazione delle iniziative in ambito di sostenibilità sicuramente corrisponde ad una maggior tutela degli stakeholders della società, ma anche una maggiore trasparenza in ambito di investimenti ESG.

Un'altra ricerca si è incentrata sulla relazione fra amministratrici indipendenti nel CdA e pratiche CSR, ovvero di Corporate Social Responsibility, con cui ci si riferisce all'adozione volontaria da parte dell'impresa di politiche che tengano conto dell'impatto sociale delle operations e strategie

della stessa impresa. Dagli studi, effettuati su dati longitudinali di imprese dal 2000 al 2010 indicizzate S&P 1500, è emerso come ad una percentuale maggiore di donne con carica di amministratori indipendenti nel CdA corrispondano delle performance CSR migliori.

Tali risultati combinano le teorie relative all'importanza degli amministratori indipendenti in ambito di monitoring e delle nuove sfide nella realizzazione di valore sostenibile e quelle relative all'impatto positivo che le donne nel CdA hanno sulla sostenibilità di imprese.

Infine, vengono riportati i risultati relativi all'impatto delle donne sull'utilizzo di energia rinnovabile da parte dell'azienda,

Tale ricerca, effettuata su un campione costituito da 1491 imprese per il periodo di 2008–2016, per un totale di 11.677 osservazioni di aziende statunitensi ha mostrato che le donne nel CdA hanno un impatto positivo sull'adozione di energia rinnovabile nel momento in cui viene raggiunta la massa critica di almeno due donne nel CdA, inoltre la ricerca mette in evidenza come le donne con ruolo di amministratrici indipendenti abbiano un maggiore impatto su questo aspetto. [71]

Pertanto, emergono due importanti risultati, innanzitutto che è necessario un numero minimo di donne nel CdA, ovvero bisogna raggiungere la massa critica, per poter godere dei benefici connessi alla diversità di genere del CdA, inoltre che la gender diversity del CdA ha un ruolo fondamentale non soltanto in ambito CSR ma più specificatamente riguardo alla sfida più importante da dover sostenere a livello globale, ovvero la lotta ai cambiamenti climatici.

4.6 Amministratori indipendenti e creazione di valore sostenibile

Le strategie adottate dal Consiglio di Amministrazione determinano l'impatto aziendale su consumatori e stakeholders. Il nuovo Codice di Autodisciplina del 2020 rimodula la concezione di impresa considerando come obiettivo ultimo non soltanto la creazione di valore per gli azionisti ma di perseguire il “successo sostenibile della società”, definito come la “creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società” [4]

In questa nuova formulazione di impresa è necessario anche rivedere il ruolo del CdA: nella definizione e implementazione dei piani strategici e industriali gli amministratori dovrebbero tenere conto anche di fattori ESG ovvero ambientali, sociali e di governance.

Stando alle parole di Livia Piermattei, Senior Advisor di Methodos Group, “Se in passato il Consiglio di Amministrazione era un semplice organo di ratifica, oggi è chiaro che la sua responsabilità primaria

è quella di guidare l'organizzazione verso il successo nel lungo periodo, e non verso il profitto immediato" [72]

In questo contesto gli amministratori indipendenti hanno un ruolo cruciale nel guidare e sensibilizzare gli amministratori delegati nel perseguimento di tali obiettivi.

Per poter adempiere a questo ruolo è necessario un costante lavoro di dialettica nei confronti del management, conoscenza del settore in cui l'impresa opera, sensibilità in merito a temi di sostenibilità e piena consapevolezza delle competenze che spettano ai comitati di cui fanno parte. Gli amministratori indipendenti dovrebbero garantire la trasparenza dell'azienda, favorendo la convergenza verso un equilibrio stabile della società attraverso una costante comunicazione con il management in modo da trasmettere i vantaggi di lungo periodo nell'adozione di pratiche volte a migliorare la responsabilità sociale di impresa e alla creazione di valore sostenibile. Una volta che il vertice ha compreso e interiorizzato i benefici legati all'adozione di una politica sostenibile, è possibile replicare tali principi e valori ai vari livelli aziendali [73]

Per poter raggiungere gli obiettivi di Governance gli amministratori indipendenti possono servirsi dei comitati. In particolare, in merito alla parità di genere e diversità del CdA, gli amministratori indipendenti attraverso il comitato nomine possono proporre una lista di candidati che rispetti i requisiti richiesti dal Codice di Autodisciplina. Garantire un CdA vario, con presenza di visioni tradizionali e innovative è una dei ruoli chiave degli amministratori indipendenti, nonché obiettivo del nuovo Codice di Autodisciplina, indicando con sostenibilità l'adesione agli standard ESG fra cui sono favorite pratiche di buon governo che puntino alla parità di genere.

Attraverso la direttiva Ue 2017/828 del Parlamento Europeo viene attribuito al Comitato Remunerazione l'importante compito di definire la composizione della parte variabile dello schema di remunerazione del CEO e amministratori esecutivi, tenendo conto anche di una componente volta ad incentivare il management a tenere conto nella determinazione della strategia di impresa di obiettivi di sostenibilità. [74]

Nell'adozione di politiche sostenibili all'interno della società è necessario ricorrere ad una visione a lungo termine: considerare obiettivi di breve periodo può essere controproducente e causare dei ritorni economici negativi poiché potrebbe venire meno la credibilità dell'azienda da parte di consumatori e stakeholders.

Gli obiettivi di successo sostenibile, secondo il nuovo Codice di Autodisciplina, sono legati anche al corretto funzionamento del Comitato Controllo e Rischi che ha il compito di identificare e monitorare i rischi a cui la società è esposta, tenendo conto dell'impatto ambientale della società [74]

CAPITOLO 5: DESCRIZIONE DEL CAMPIONE

L'analisi sperimentale è stata effettuata su dei dati panel di 104 società quotate sulla Borsa di Milano. È stata svolta una raccolta dati a partire dall'anno 2014 fino al 2019, poiché per alcune imprese non è stato possibile ricavare i dati necessari per tutti gli anni considerati, il dataset realizzato è costituito da dati panel sbilanciati, per un totale di 379 osservazioni.

Per quanto concerne le osservazioni costituenti il campione, 38 di queste sono relative all'anno 2014, 43 all'anno 2015, 47 al 2016, 59 al 2017, 99 al 2018 e infine, 93 al 2019.

Il fine ultimo della tesi è verificare, attraverso opportune analisi statistiche, se la presenza di donne nel Consiglio di Amministrazione e di amministratori indipendenti influisca o meno sulle performance sostenibili di impresa, considerando in particolare l'impatto di tali variabili sugli indici ESG e SDGs

Pertanto, nella selezione delle imprese costituenti il campione si è ritenuto necessario scartare quelle che non presentavano informazioni su tali indicatori. Sono state inserite all'interno del campione tutte quelle osservazioni che non presentavano missing dal punto di vista degli ESG, delle variabili relative alla presenza di donne nel CdA e di quelle relative al numero di amministratori indipendenti.

Le imprese sono molto eterogenee dal punto di vista del settore di appartenenza, delle dimensioni e della struttura del Consiglio di Amministrazione. Per tenere le società operanti nel settore bancario separate dalle altre società, essendo strutturalmente differenti rispetto a queste, è stata associata una variabile binaria e sono stati valutati degli opportuni indici bancari.

Per quasi la totalità delle osservazioni, sono state analizzate 56 variabili, inoltre è stato specificato per ogni impresa il settore di appartenenza, variabili relative alla governance, variabili rappresentative delle dimensioni dell'impresa e variabili di bilancio e di mercato, da cui sono stati estrapolati degli indici rappresentativi della situazione finanziaria ed economica e della percezione da parte dei mercati delle società considerate.

Pertanto, le variabili ottenute possono essere classificate in sei categorie:

- Caratteristiche generali della società
- Caratteristiche del CdA
- Gender diversity del CdA
- Indipendenza del CdA
- ESG
- Voci di bilancio ed indicatori di performance

La raccolta dati è stata effettuata principalmente attraverso l'utilizzo del software Thomson Eikon Reuters, un prodotto della Refinitiv, ovvero il provider di dati finanziari del fondo statunitense Blackstone e della società canadese Thomson Reuters.

Eikon è uno dei software più utilizzati a livello mondiale per ricavare informazioni finanziarie ed economiche in tempo reale, inoltre permette di accedere a dati storici ed elaborazioni di informazioni. La scelta di tale tecnologia è dettata dalla vasta gamma di variabili proposte dal software relativamente alle pratiche di Corporate Governance effettuate dalla società e nello specifico agli ESG, inoltre è stato possibile ricavare tutte le altre informazioni utili per portare avanti il lavoro di ricerca con un numero esiguo di missing data.

Inoltre, l'utilizzo del software EIKON ha permesso di ridurre notevolmente i tempi di ricerca rispetto ad una raccolta manuale ed ha consentito la trascrizione dei dati senza errori e ricorso a fonti differenti.

Attraverso l'integrazione del software in Microsoft Excel, utilizzando delle opportune funzioni, è stato possibile sia utilizzare un filtro di screening, grazie al quale sono state selezionate soltanto le società quotate sulla Borsa Italiana, sia scaricare tutte le variabili di interesse, relativamente agli anni presi in considerazione.

L'importanza dell'utilizzo di tale software è dettata dalla possibilità di effettuare differenti analisi considerando aspetti diversi della stessa impresa, permettendo di tenere separati le diverse categorie sia degli ESG che dei vari meccanismi di Corporate Governance adottati dalle società. [67]

Per distinguere le imprese a conduzione familiare dalle altre non è stato utilizzato il software ma i dati sono stati ricavati da un dataset messo a disposizione dalla Prof.ssa Laura Rondi e dal sito della CONSOB.

Prima di procedere con l'analisi è stato necessario effettuare alcune operazioni di pulizia del dataset per evitare che l'analisi venisse perturbata dalla presenza di eventuali outliers. Tale analisi è stata effettuata manualmente attraverso l'analisi di grafici a dispersione, istogrammi ed attraverso la valutazione delle statistiche effettuate preliminarmente.

In caso di distribuzioni normali, per identificare i dati anomali, è stata applicata la "three-sigma rule", ovvero sono stati eliminati i dati al di fuori di $\mu + 3\sigma$ e $\mu - 3\sigma$.

Denotando con X la generica osservazione di una variabile distribuita normalmente, con μ la media e con σ la deviazione standard, il 99,73% dei valori si trovano all'interno di tale intervallo:

$$\Pr(\mu - 3\sigma \leq X \leq \mu + 3\sigma) \approx 0.99$$

5.1 Caratteristiche generali delle società

VARIABILE	ABBREVIAZIONE VARIABILE
INDUSTRY	IND
BANK_DUMMY	BANK_DUMMY
CODE_INDUSTRY	CODE_IND
CODE	CODE
DATA	DATA
STATE OWNED ENTERPRISE SOE	SOE
FAMILY DUMMY 50%	FAMILY_50

Tabella 2 Variabili sulle caratteristiche generali delle società

In totale sono state ricavate 56 variabili e la maggior parte di queste non ha avuto bisogno di alcuna manipolazione.

Alcune variabili hanno subito delle trasformazioni per poter essere correttamente interpretate dal software statistico, la trasformazione di scala non ha tuttavia intaccato il significato delle variabili originali.

Sono state inoltre inserite del dataset delle variabili derivate dalle originali, come ad esempio gli indici di bilancio e mercato.

Ad ogni impresa è stato associato un codice identificativo, indicato con la variabile CODE. La presenza di tale variabile, congiuntamente all'associazione di una variabile indicante la data di ogni singola osservazione, corrispondente a sua volta alla data di chiusura del bilancio, ha permesso di dichiarare sul software statistico che il dataset fosse costituito da dati panel.

La denominazione del settore è indicata come stringa dalla variabile INDUSTRY ed il codice identificativo associato è rappresentato dalla variabile CODE_INDUSTRY. Si è ritenuto inoltre necessario associare ad ogni impresa una variabile dummy per suddividere le imprese operanti nel settore bancario dalle altre.

Pertanto, è stato associato un valore pari a 1 nel momento in cui l'azienda in considerazione, appartenesse ai settori:

- Other Financial Investment Activities
- Depository Credit Intermediation
- Non Depository Credit Intermediation
- Activities Related to credit Intermediation

Nei restanti casi la variabile, indicata come BANK_DUMMY, ha assunto il valore pari a 0.

Inoltre, sempre per valutare gli effetti fissi, è stata associata una variabile binaria SOE, acronimo di State Owned Enterprise, per distinguere le imprese pubbliche da quelle private.

Per valutare se l'impresa in esame fosse a gestione familiare o meno si è utilizzata la variabile FAMILY_50.

Si sono considerate familiari le imprese con una concentrazione azionaria, detenuto da un singolo individuo, maggiore o uguale al 50% del totale delle azioni in circolazione.

Sono state individuate 21 imprese operanti nel settore bancario per un totale di 87 osservazioni, le imprese operanti in altri settori sono pari ad 83 per un totale di 292 osservazioni.

Per quanto riguarda l'assegnazione delle imprese ai settori di appartenenza è stata utilizzata la riclassificazione proposta dalla North American Industry Classification System (NAICS) e sono stati identificati 56 settori.

Andando a valutare l'aspetto proprietario sono state analizzate prevalentemente aziende private, infatti le aziende di proprietà pubblica sono soltanto 9.

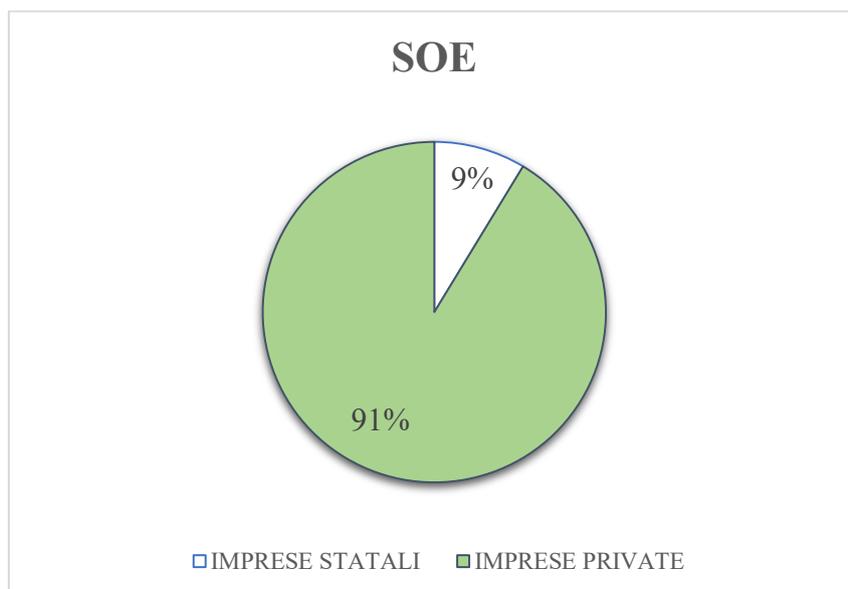


Figure 1 Imprese statali e non

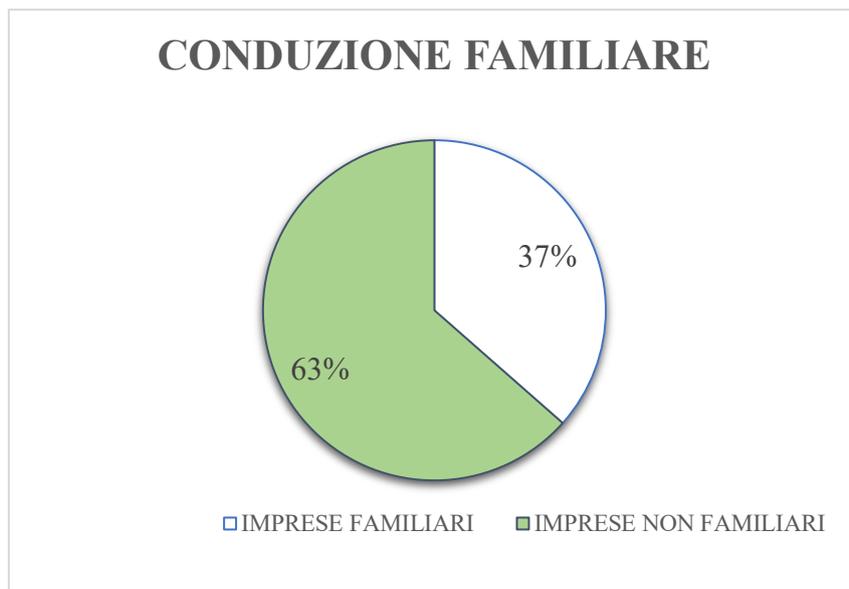


Figure 2 Imprese familiari e non

Sono state inoltre distinte le imprese a conduzione familiare rispetto alle altre attraverso le variabili FAMILY_50: Sono state individuate 38 imprese familiari su 104 imprese totali.

5.2 Caratteristiche CDA

VARIABLE	ABBREVIAZIONE VARIABLE
POLICY BOARD DIVERSITY	POL_DIV
BOARD SIZE	BOARD_SIZE
AUDIT BOARD COMMITTEE	AUDIT_COM
NOMINATION BOARD COMMITTEE	NOM_COM

COMPENSATION BOARD COMMITTEE	COMP_COM
CORPORATE GOVERNANCE BOARD COMMITTEE	CORP_GOV_COM
CSR SUSTAINABILITY COMMITTEE	CSR_COM
CSR SUSTAINABILITY REPORTING	CSR_REP
POLICY EXECUTIVE COMPENSATION ESG PERFORMANCE	EX_COMP_ESG

Tabella 3 Variabili sulle caratteristiche del CdA

Nell'effettuare l'analisi è stato fondamentale tenere conto dalla composizione del Consiglio di Amministrazione, in particolare con BORD_SIZE è indicata la dimensione del Consiglio di Amministrazione, la quale, come analizzato nei capitoli precedenti, è determinante delle performance di impresa, poiché il corretto dimensionamento deriva dalla necessità di scegliere membri validi e con differente background e contemporaneamente di limitare i conflitti all'interno del board, i quali accrescono all'aumentare delle dimensioni dello stesso.

Attraverso l'utilizzo del software è stato possibile analizzare se le imprese in considerazione avessero adottato o meno dei comitati. Pertanto, la presenza di comitati è indicata con variabili binarie, con 1 si intende che l'impresa, in quel particolare anno, presenti tale comitato, con 0 il contrario.

Pertanto, il comitato di audit, nomine e compensazione sono indicati rispettivamente come: AUDIT_COM, NOM_COM, COMP_COM.

È stato possibile rilevare anche se l'impresa presentasse o meno un comitato di corporate governance, il cui compito è quello di individuare le skills e le caratteristiche che devono possedere i membri del Consiglio di Amministrazione, cercando di promuovere una diversità nella composizione dello stesso dal punto di vista delle competenze possedute, genere di appartenenza etnia ecc.

L'adozione o meno di questo comitato da parte dell'impresa è sempre indicata come una variabile binaria indicata come CORP_GOV_COM.

Associato alla presenza di un comitato di Corporate Governance vi è un'altra variabile fondamentale, anche esse espressa come dummy ovvero la variabile POL_DIV che indica l'adozione di una policy di board diversity del Consiglio di Amministrazione. Per definire l'adozione di un board diversificato

il software tiene conto di differenti parametri che riguardano sia differenze connesse al percorso professionale, ma anche differenze legate al genere, all'età e altre caratteristiche personali. [75]

Altro comitato fondamentale, dato l'obiettivo della tesi, è quello di verificare se la società abbia adottato un comitato di corporate social responsibility, ovvero un comitato che tenga conto dell'impatto che l'impresa abbia sulla società e sull'ambiente in generale dal punto di vista etico e morale. Il concetto di responsabilità sociale di impresa è meno recente rispetto agli ESG e più ampio dal punto di vista degli aspetti considerati.

Pertanto, l'adozione di un comitato che tenga conto di questi aspetti è indicata dalla variabile CSR_COM, anche questa binaria.

Inoltre, è stato verificato se l'impresa annualmente renda pubbliche le informazioni riguardanti la responsabilità sociale di impresa adottata e gli impegni in ambito di sostenibilità, anche in questo caso si tratta di una variabile dummy, indicata come CSR_REP.

Infine, viene considerato se la società abbia adottato o meno degli schemi di remunerazione che incentivano il management ad effettuare investimenti sostenibili, questa variabile binaria è indicata con EX_COMP_ESG, nel particolare questa variabile connette la remunerazione degli amministratori esecutivi con il miglioramento del rating ESG e quindi non considera soltanto performance finanziarie ma anche quelle connesse al miglioramento della sostenibilità di impresa.

VARIABILE	OBS	MEDIA	DEV. STAND.	MIN	MAX
BOARD SIZE	379	12.49868	3.810578	3	28

Tabella 4 Statistiche descrittive board size

Per quanto riguarda la dimensione del Consiglio di Amministrazione la media totale delle osservazioni è pari a 12,49 membri, trattandosi di una variabile discreta si può approssimare a 13.

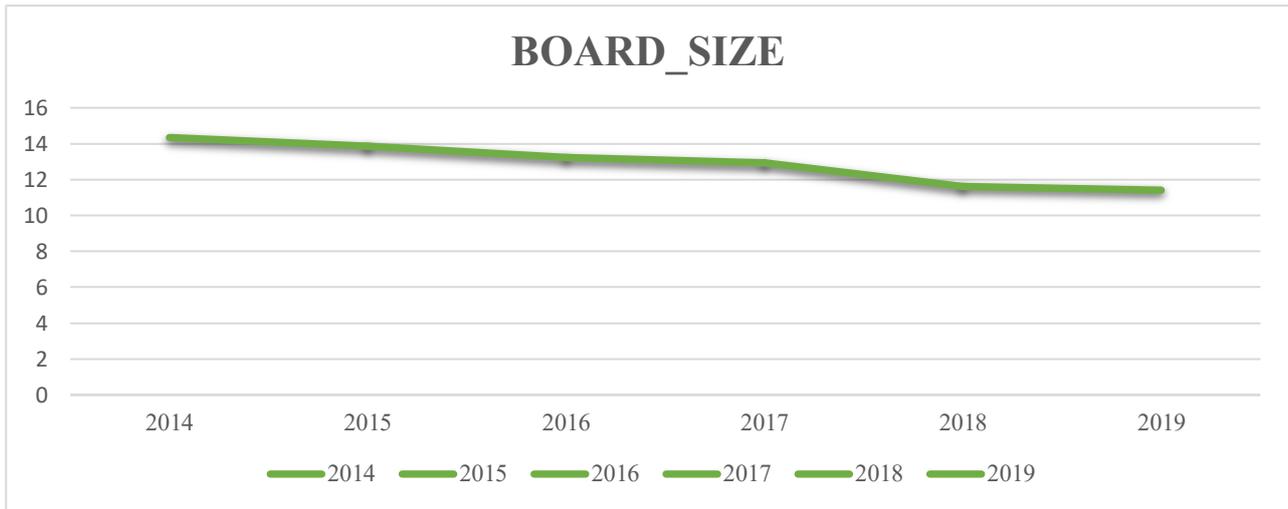


Figure 3 Andamento dimensioni del Cda nel tempo

Suddividendo le osservazioni per gli anni considerati, ovvero dal 2014 al 2019, è stato individuato un trend decrescente nel tempo per tale variabile, tale fattore, congiuntamente con la selezione di membri con differente background, può essere considerato positivo, poiché certamente una dimensione minore del CdA determina una maggiore velocità del decision making.

Vengono riportate nella tabella sottostante le frequenze delle variabili binarie relative a tale sezione, Il valore 1 è sempre associato alla presenza della caratteristica in esame, mentre il valore 0 all'assenza.

VARIABILE	OBS	FREQUENZA 1	FREQUENZA 0	PERCENTUALE 1
POLICY BOARD DIVERSITY	379	276	103	72,82%
AUDIT BOARD COMMITTEE	379	362	17	95,51%
NOMINATION BOARD COMMITTEE	379	268	111	70,71%
COMPENSATION BOARD COMMITTEE	379	352	27	92,88%
CORPORATE GOVERNANCE BOARD COMMITTEE	379	107	272	28,23%
CSR SUSTAINABILITY COMMITTEE	379	246	133	64,91%
CSR SUSTAINABILITY REPORTING	379	328	51	86,54%
POLICY EXECUTIVE COMPENSATION ESG PERF.	379	114	265	30,08%

Tabella 5 Principali statistiche sulle variabili binarie riguardanti le caratteristiche del CdA

Dall'analisi effettuata dal software relativamente alla diversità dei membri del Consiglio di Amministrazione, la quale si basa su quanto pubblicato dalle stesse imprese, emerge come nel 72,82%

delle osservazioni si assista ad un board vario dal punto di vista del differente background lavorativo e culturale dei membri.

Per quanto riguarda l'adozione di appositi comitati, dall'analisi dei risultati ottenuti, si può evidenziare come i comitati di Audit e Remunerazione siano stati largamente adottati dalle società costituenti il campione, mentre il comitato meno diffuso è quello di Corporate Governance, presente soltanto nel 28,23% delle osservazioni.

Altro risultato importante è legato all'elevato numero di osservazioni dove è stata registrata un'adozione da parte dell'impresa di report volti a pubblicizzare i risultati ottenuti in ambito CSR, infatti in 328 osservazioni su 379 è stata registrata l'adozione di tale politica.

Tuttavia, soltanto nel 30,08% dei casi, parte della remunerazione degli amministratori esecutivi è connessa all'adozione di politiche volte a generare valore sostenibile.

5.3 Variabili sulla gender diversity

VARIABILE	ABBREVIAZIONE VARIABILE
BOARD GENDER DIVERSITY, PERCENT	GEND_DIV
GENDERDIV_DUMMY	GEND_DIV_DUMMY
EXECUTIVE MEMBERS GENDER DIVERSITY, PERCENT	EXEC_FEM

Tabella 6 Variabili sulla gender diversity del CdA

Uno degli obiettivi della tesi è verificare se la diversità di genere del CdA influenzi o meno l'adozione di politiche sostenibili, verificando l'impatto sia sull'indice ESG globale, sui suoi sottocomponenti che sugli obiettivi di sviluppo sostenibile SDGs adottati dall'impresa.

Con la variabile GEND_DIV si intende la percentuale di donne che ricopre una carica nel Consiglio di Amministrazione, associata a questa variabile vi è la variabile GEND_DIV_DUMMY, la quale è appunto una variabile dummy che permettere di distinguere le imprese che volontariamente hanno deciso di superare la soglia imposta dalla legge Golfo Mosca del 2011 e quelle che si trovano sotto la soglia o al limite.

Pertanto, è stato associato il valore 1, nel momento in cui la percentuale di donne all'interno del CdA fosse superiore al 33,33%, altrimenti se pari o inferiore a tale parametro è stato associato 0.

Altro fattore fondamentale, da utilizzare come variabile indipendente nella regressione, è la percentuale di donne che svolgono un incarico esecutivo nel CdA, tale variabile è indicata come EXEC_FEM.

VARIABILE	OBS	MEDIA	DEV. STAND.	MIN	MAX
BOARD GENDER DIVERSITY	379	32.24911	10.09622	0	57.14286
EXECUTIVE MEMBERS GENDER DIVERSITY	379	9.558438	9.558438	0	66.66667

Tabella 7 Principali statistiche sulla gender diversity del CdA

Considerando la totalità di osservazioni costituenti il campione, la percentuale media di donne nel Consiglio di Amministrazione è pari a 32,24%, mentre la percentuale media di donne con incarichi esecutivi è pari al 9,56%.

Notevole è la crescita nel tempo, certamente sollecitata dall'adozione della legge Golfo Mosca, della percentuale di donne all'interno del CdA, coerentemente con i risultati ottenuti da altri corpi di ricerca, mostrati nei precedenti capitoli. Inoltre, nonostante la legge Golfo Mosca non disponga nulla relativamente al particolare incarico, anche la percentuale di donne con incarichi esecutivi ha registrato un trend crescente nel tempo.



Figura 4 Andamento nel tempo amministratrici esecutive

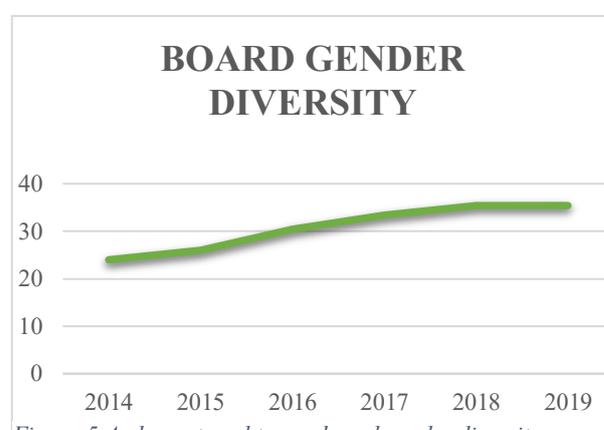


Figura 5 Andamento nel tempo board gender diversity

5.4 Variabili di indipendenza

VARIABILE	ABBREVIAZIONE VARIABILE
AUDIT COMMITTEE INDEPENDENCE	AUDIT_IND
COMPENSATION COMMITTEE INDEPENDENCE	COMP_IND
NOMINATION COMMITTEE INDEPENDENCE	NOM_IND
INDEPENDENT_DUMMY	IND_DUMMY
INDEPENDENT BOARD MEMBERS	IND_BOARD
NON-EXECUTIVE BOARD MEMBERS	NON-EX_BOARD

Tabella 8 Variabili sull'indipendenza del CdA

È importante verificare l'indipendenza dei comitati per evitare possibili situazioni di conflitto di interesse, in quanto il comitato audit, di remunerazione e nomine si occupano di gestire tutte quelle situazioni che potrebbero generare conflitto di interessi. Le variabili utilizzate per indicare la totale indipendenza del comitato, sono indicate con AUDIT_IND, COMP_IND e NOM_IND. Si tratta di variabili binarie, le quali assumono il valore 1 qualora tutti i membri del comitato siano indipendenti, 0 altrimenti.

Al fine di valutare l'impatto che gli amministratori indipendenti hanno sugli ESG è stato necessario rilevare la percentuale di amministratori indipendenti per tutte le osservazioni, tale parametro è indicato con IND_BOARD, inoltre il Consiglio di Amministrazione è stato considerato indipendente nel momento in cui la percentuale di amministratori indipendenti fosse pari o superiore al 33,33% del board, questa informazione è rappresentata dalla variabile IND_DUMMY.

Altro aspetto importante è valutare non soltanto la percentuale di amministratori indipendenti ma anche la percentuale di non esecutivi, tale percentuale, espressa dalla variabile NON_EXEC_BOARD, comprende anche gli amministratori indipendenti.

VARIABILE	OBS	MEDIA	DEV. STAND.	MIN	MAX
INDEPENDENT BOARD MEMBERS	379	54.29896	18.19689	0	95.83333
NON-EXECUTIVE BOARD MEMBERS	379	77.00699	13.25838	25	96

Tabella 9 Principali statistiche sull'indipendenza del CdA

Stando a quanto dichiarato dalle società costituenti il campione, si evince dai risultati riportati come sia la percentuale media degli amministratori indipendenti che dei non esecutivi si attesti, rispettivamente al 54,29% e 77%.

Vengono riportati nella tabella sottostante i risultati ottenuti per quanto concerne le variabili binarie.

VARIABILE	OBS	FREQUENZA 1	FREQUENZA 0	PERCENT 1
AUDIT COMMITTEE INDEPENDENCE	379	329	50	86,81
COMPENSATION COMMITTEE INDEPENDENCE	379	307	72	81
NOMINATION COMMITTEE INDEPENDENCE	379	265	114	69,92
INDEPENDENT_DUMMY	379	336	43	88,65

Tabella 10 Principali statistiche sulle variabili binarie riguardanti l'indipendenza del CdA

L'elevata indipendenza dei CdA delle società costituenti il campione viene confermato dai risultati ottenuti relativamente ai comitati.

Si ricorda che qualora la variabile dummy assuma valore pari a 1, l'intero comitato è costituito da amministratori indipendenti, 0 viceversa.

Il comitato che presenta la maggiore frequenza di tale variabile è il comitato di audit, infatti nell'86% delle osservazioni considerate i comitati sono costituiti interamente da amministratori indipendenti, mentre il comitato nomine è quello che presenta la minore incidenza.

La variabile Independent dummy assume il valore pari ad 1 se la percentuale di indipendenti del CdA sia pari o superiore al 33,33%, coerentemente con i risultati ottenuti sull'intero campione riguardo la grande diffusione di amministratori indipendenti nelle società italiane, la variabile assume tale valore nell'88,65% delle osservazioni, ovvero in 303 osservazioni su 379.

5.5 Variabili ESG

VARIABILE	ABBREVIAZIONE VARIABILE
SOCIAL SCORE	SOCIAL SCORE
5ENVIRONMENTAL SCORE	ENVIR_SCORE
GOVERNANCE SCORE	GOVERN_SCORE
ESG COMBINED SCORE	ESG
SDG 13 CLIMATE ACTION	SDG 13
SDG 9 INDUSTRY, INNOVATION AND INFRASTRUCTURE	SDG 9
SDG 8 DECENT WORK AND ECONOMIC GROWTH	SDG 8
SDG 5 GENDER EQUALITY	SDG 5
PRODUCT RESPONSIBILITY SCORE	PROD_RESP_SCORE

Tabella 11 Variabili ESG

Per quanto riguarda gli ESG è stato deciso di considerare sia l'indice ESG globale elaborato dalla Thomson Reuters, ma anche i sottocomponenti Environmental, Social e Governance.

Inizialmente i valori assunti da tali variabili erano espressi sottoforma letterale, da D- ad A+, attraverso una trasformazione di scala, sono stati espressi numericamente con valori da 1 a 12, tale trasformazione non ha alterato il significato delle variabili originali.

La variabile ENVIR_SCORE, misura l'impatto della società sull'ambiente e l'adozione di politiche volte alla generazione di valore sostenibile.

Con SOC_SCORE, si intende il punteggio ottenuto dalle singole società per tutte le osservazioni disponibili, riguardante la capacità di adottare politiche volte a migliorare la reputazione dell'impresa da parte della società, lavoratori e clienti attraverso l'implementazione di best practices.

Infine, l'aspetto della governance viene sintetizzato dalla variabile GOV_SCORE, che tiene conto dell'adozione di pratiche volte a migliorare la corporate governance di impresa, ovvero che risolvano il problema principale-agente e facciano in modo che il management agisca nell'interesse degli shareholders e più in generale degli stakeholders. Tutti questi fattori sono tenuti in considerazione da un unico indice globale, espresso dalla variabile ESG_SCORE, il quale, come anche gli altri indici, è basato sulle informazioni rese pubbliche da parte delle stesse società.

Tale indice incorpora le informazioni relative agli indici Environmental, Social e Governance ma tiene conto anche di un parametro che esprime l'esposizione a controversie relativamente ai fattori ESG da parte della società ed avvenimenti negativi che hanno visto coinvolte le imprese su principi ESG, tali informazioni non sono ricavate analizzando quanto dichiarato dalle imprese ma dai media. È stato ritenuto inoltre utile ai fini dell'analisi identificare le imprese che supportino i Sustainable Development Goals, in particolare sono stati considerati: SDG 13, che indica l'impegno da parte dell'aziende a fronteggiare l'emergenza climatica, SDG 9, dove viene considerato l'impegno da parte dell'impresa in un'innovazione sostenibile, SDG 8, che indica la garanzia che l'impresa promuova una crescita economica sostenibile e delle condizioni lavorative favorevoli ed infine l'SDG 5, il quale indica l'impegno verso la parità di genere da parte dell'impresa.

Bisogna specificare che le i dati relativi agli SDGs presentano alcuni missing, infatti sono stati rilevati per 303 osservazioni su 379.

La variabile PROD_RESP_SCORE, indica se l'impresa produce o meno beni di qualità che tengano conto, a seconda del bene considerato, della sicurezza nei confronti dell'utente, rispetto della privacy e della qualità del prodotto in generale. Lo score, inizialmente espresso in lettere da D- ad A+, è stato trasformato in una scala crescente da 1 a 12, in modo da mantenere le stesse caratteristiche ma per renderla leggibile al software statistico.

VARIABILE	OBS	MEDIA	DEV. STAND.	MIN	MAX
SOCIAL_SCORE	379	8.042216	2.645414	2	12
ENVIR_SCORE	379	7.350923	3.191559	1	12
GOV_SCORE	379	6.361478	2.639483	1	12
ESG	379	6.923483	2.258892	1	11
PROD_RESP_SCORE	379	8.168865	3.501773	1	12

Tabella 12 Principali statistiche sugli ESG

Dai risultati ottenuti si evince come la variabile SOCIAL_SCORE assuma in media il maggiore score, seguita da ENVIR_SCORE ed infine GOV_SCORE.

Analizzando le deviazioni standard invece si può notare come la variabile indicante l'impatto sociale e quella indicante la governance di impresa siano ugualmente disperse, la deviazione standard è infatti pari a 2,64 per entrambe, mentre la variabile connessa agli aspetti prettamente ambientali presenta una maggiore dispersione.

Trattandosi di una variabile discreta l'ESG globale medio, che tiene conto sia dei suoi componenti ma anche da altre informazioni non dichiarate dalle imprese ma apprese dai media, è pari a 7.

Infine, la variabile PROD_RESP_SCORE ha una media pari a 8 ed una deviazione standard pari a 3,5.

Poiché la decisione di inserire l'osservazione nel campione o meno è stata guidata dalla presenza degli indicatori ESG associati alla società, si è ritenuto utile analizzare l'andamento delle osservazioni che presentano tali indicatori negli anni considerati. Le variabili considerate sono state: SOCIAL_SCORE, ENVIR_SCORE, GOV_SCORE, ESG E PROD_RESP_SCORE.

	OBS 2014	OBS 2015	OBS 2016	OBS 2017	OBS 2018	OBS 2019	TOT OBS
VARIABILI ESG	38	43	47	59	99	93	379

Tabella 13 Osservazioni variabili ESG per anno

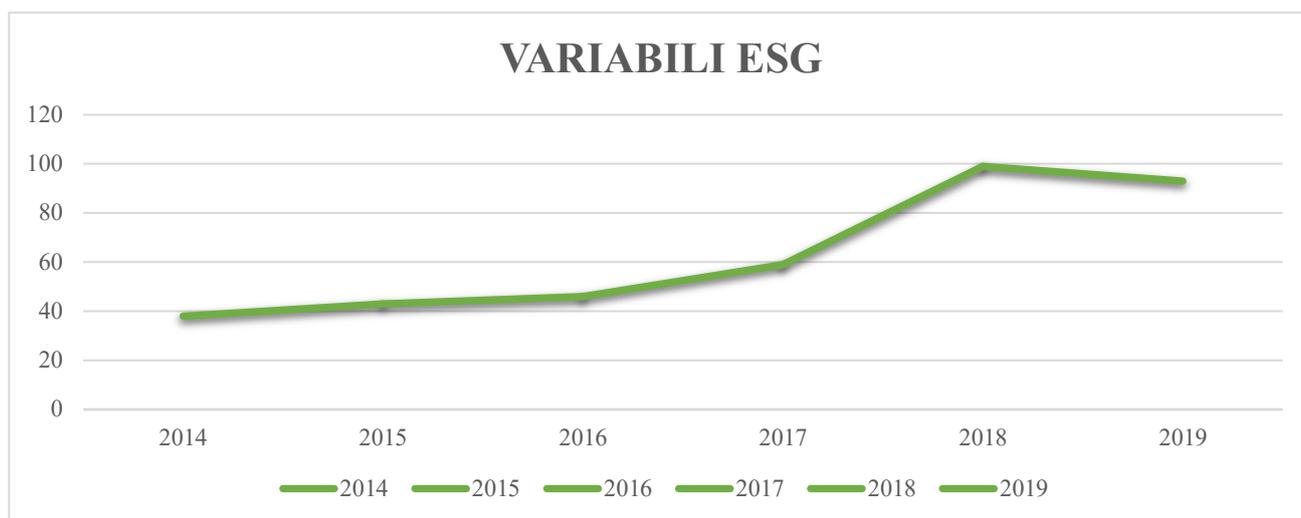


Figure 4 Andamento variabili ESG nel tempo

Essendo strettamente connesse fra di loro, poiché l'indice ESG globale tiene conto dei sottocomponenti, il numero di osservazioni per ogni anno considerato è il medesimo per tali variabili. Aggregando il numero di osservazioni per tutti gli anni si giunge ad un totale di 379 osservazioni, coincidenti con il totale di osservazioni costituenti il campione.

È notevole sottolineare come il numero di osservazioni disponibili relativamente agli indicatori ESG sia crescente negli anni, a conferma della maggiore attenzione sia da parte degli investitori che delle stesse società alle tematiche relative alla sostenibilità di impresa.

Le variabili binarie di tale sezione sono relative agli SDGs adottati dalle società, i risultati vengono riportati nella tabella sottostante.

VARIABILE	OBS	FREQUENZA 1	FREQUENZA 0	PERCENT 1
SDGs 13	303	49	254	16,17
SDGs 9	303	41	262	13,53
SDGs 8	303	56	247	18,48
SDGs 5	303	46	257	15,18

Tabella 14 Principali statistiche sulle variabili binarie riguardanti gli ESG

Dai risultati riportati si può notare come nel campione considerato l'adesione ai principi SDGs non sia molto diffusa, per tutte le variabili considerate la percentuale di osservazioni dove si è registrata una adesione ad almeno uno dei principi considerati è sempre inferiore al 20%.

5.6 Variabili di bilancio

VARIABILE	ABBREVIAZIONE VARIABILE
TOTAL ASSETS	TOT_ASSET
TOTAL LIABILITIES	TOT_LIAB
TOTAL REVENUE	TOT_REV
TOTAL EQUITY	TOT_EQ
NET INCOME AFTER TAXES	NIAT
NET INCOME BEFORE TAXES	NIBT
EBIT	EBIT
EBITDA	EBITDA
NET DEBT	NET_DEBT
TOTAL LONG TERM DEBT	TOT_MLDEBT
TOTAL DEBT	TOT_DEBT
COMPANY MARKET CAP	MKT_CAP

Tabella 15 Variabili di bilancio

Sono state rilevate tutte le variabili di bilancio utili per derivare degli indici finanziari, economici e di mercato.

Bisogna specificare che le società in considerazione hanno caratteristiche molto differenti dal punto di vista dimensionale e strutturale, in particolare i risultati ottenuti per le società operanti nel settore bancario vengono distinti da quelli ottenuti per società attive in altri settori.

La variabile TOT_ASSET indica l'intero ammontare degli asset posseduti dalla società, le passività totali, sono indicate dalla variabile TOT_LIAB e l'equity della società espresso dalla variabile TOT_EQ.

Per quanto riguarda l'indebitamento della società, la variabile TOT_DEBT considera l'intero debito sostenuto dalla società, mentre la variabile TOT_MLDEBT esprime il totale di debiti bancari a medio-lungo termine e i prestiti obbligazionari.

Come variabili connesse al conto economico vengono riportate l'EBIT, l'EBITDA e il totale dei ricavi operativi di impresa, espressi dalla variabile TOT_REV, inoltre sono riportate anche le variabili

connesse agli utili di esercizio conseguiti dalla società, sia prima dell'applicazione delle tasse che dopo, tali sono rispettivamente denominati NIBT e NIAT.

Trattandosi esclusivamente di società quotate è stato ritenuto fondamentale rilevare la capitalizzazione di mercato di ogni singola impresa, in modo da derivarne indici rappresentativi della percezione dell'impresa da parte del mercato, tale variabile è denominata MKT_CAP.

Vengono riportati in seguite le principali statistiche relative a tali variabili, distinguendo i risultati ottenuti per le società operanti nel settore bancario dagli altri relativi ai restanti settori.

VARIABILE 1	OBS	MEDIA	DEV. STAND.	MIN	MAX
TOTAL ASSETS	87	1.68e+11	2.60e+11	2.80e+08	8.60e+11
TOTAL LIABILITIES	87	1.57e+11	2.43e+11	8.42e+07	8.20e+11
TOTAL REVENUE	23	1.26e+10	1.19e+10	1.89e+08	3.29e+10
TOTAL EQUITY	87	1.09e+10	1.70e+10	8.18e+07	6.14e+10
NET INCOME AFTER TAXES	87	3.08e+08	2.03e+09	--1.20e+10	7.35e+09
NET INCOME BEFORE TAXES	87	4.37e+08	2.28e+09	-1.12e+10	7.82e+09
EBIT	87	1.64e+09	3.30e+09	-4.83e+09	1.37e+10
EBITDA	87	1.89e+09	3.59e+09	-4.56e+09	1.45e+10
NET DEBT	87	2.60e+10	3.79e+10	-1.11e+09	1.72e+11
TOTAL LONG TERM DEBT	87	2.20e+10	3.89e+10	0	1.51e+11
TOTAL DEBT	87	3.69e+10	5.70e+10	294000	2.27e+11
COMPANY MARKET CAP	83	6.79e+09	9.83e+09	5.00e+08	3.84e+10

Tabella 16 principali statistiche relativamente alle variabili di bilancio per le banche

VARIABILE 0	OBS	MEDIA	DEV. STAND.	MIN	MAX
TOTAL ASSETS	292	3.01e+10	7.93e+10	2.28e+07	5.37e+11
TOTAL LIABILITIES	292	2.51e+10	7.37e+10	1.54e+07	5.12e+11
TOTAL REVENUE	292	1.22e+10	2.63e+10	6996280	1.43e+11
TOTAL EQUITY	292	5.02e+09	9.43e+09	-1.69e+08	6.32e+10
NET INCOME AFTER TAXES	292	4.05e+08	1.04e+09	-7.40e+09	6.35e+09
NET INCOME BEFORE TAXES	292	6.68e+08	1.50e+09	-4.28e+09	1.01e+10
EBIT	292	1.11e+09	2.16e+09	-4.87e+08	1.12e+10
EBITDA	292	1.89e+09	3.68e+09	-2.88e+08	1.89e+10
NET DEBT	292	4.18e+09	8.74e+09	-2.69e+09	4.82e+10
TOTAL LONG TERM DEBT	292	5.03e+09	9.82e+09	81000	5.42e+10
TOTAL DEBT	292	6.15e+09	1.18e+10	685270	6.15e+10
COMPANY MARKET CAP	292	7.72e+09	1.32e+10	2.46e+07	8.30e+10

Tabella 17 principali statistiche relativamente alle variabili di bilancio per le società operanti in altri settori

5.7 Indici di bilancio e mercato

VARIABILE	ABBREVIAZIONE VARIABILE	FORMULE
ROE	ROE	$NIAT/TOT_EQUITY$
ROA EBITDA	ROA_EBITDA	$EBITDA/TOT_ASSET$
ROA	ROA	$EBIT/TOT_ASSET$
MARKET TO BOOK VALUE	MKT_TO_BOOK	MKT_CAP/TOT_EQUITY
PRICE TO EARNINGS RATIO	P/E	$MKT_CAP/NIAT$
REVENUE PER SHARE	RPS	
BOOK VALUE PER SHARE	BOOK_PER_SHARE	
Q_TOBIN	Q_TOBIN	$\frac{TOT_ASSET - TOT_EQ + MKT_CAP}{TOT_ASSET}$
D/E	D/E	TOT_LIAB/TOT_EQUITY
EFFICIENCY RATIO (%)	EFF_RATIO	

NON INTEREST INCOME/OPERATING INCOME	NON_INT_INC/OP_IN	
LOG ASSET	LOG_ASSET	
LOG REVENUE	LOG_REVENUE	

Tabella 18 Indici di bilancio

A partire dalle variabili economiche e di mercato della società sono stati derivati degli indici. Il ROE, ovvero il return on equity, è stato ottenuto dividendo la variabile NIAT per TOT_EQ. Avendo ricavato l'EBIT di tutte le società e il totale degli asset posseduti è stato possibile risalire al ROA, ovvero return on assets, il quale è stato ottenuto dividendo la variabile EBIT per TOT_ASSET. Inoltre, per completezza è stato calcolato il ROA considerando l'EBITDA della società piuttosto che l'EBIT, tale variabile è espressa da ROA_EBITDA. Il market to book ratio, indicato con la variabile MKT_TO_BOOK, è stato ricavato rapportando il totale della capitalizzazione con l'equity della società. Sempre relativamente agli indici di mercato è stato possibile ricavare il p/e, ovvero il price to earnings ratio, dividendo MKT_CAP per NIAT.

Per quanto riguarda gli indici revenue per share, indicato con la variabile RPS, e book value per share, non è stato possibile calcolarli a partire dai dati iniziali, non possedendo informazioni circa il numero di azioni possedute dall'impresa, ma sono stati stimati direttamente dal software Thomson Eikon Reuters.

Date le variabili iniziali, è stato possibile calcolare sia la Q_TOBIN che il debt to equity ratio, espresso dalla variabile D/E ottenuto come rapporto di TOT_LIAB e TOT_EQ.

Inoltre, è stato possibile individuare due variabili esclusivamente riferite alle società operanti nel settore bancario, essendo tali strutturalmente differenti rispetto alle altre imprese.

Si tratta dell'efficiency ratio, ovvero il rapporto fra il totale dei costi operativi esclusi gli interessi passivi, e i ricavi totali decurtati dagli interessi passivi, in riferimento a tale variabile sono preferibili valori minori.

Non interest income to operating income è l'altra variabile utilizzata soltanto per le società operanti nel settore bancario, è calcolato come il totale dei proventi non da interessi diviso per la somma del totale di interessi passivi e utile ante imposte.

Infine, con la variabile LOG_ASSET e LOG_REVENUE sono stati rispettivamente calcolati il logaritmo naturale degli asset e dei ricavi della società.

Vengono riportati nelle tabelle sottostanti i risultati ottenuti per le società operanti nel settore bancario distinti dalle altre società.

VARIABILE 0	OBS	MEDIA	DEV. STAND.	MIN	MAX
ROE	288	.1142975	.1494683	-1.276963	.6841724
ROA	292	.0664425	.0660695	-.1495457	.6188629
ROA_EBITDA	292	.1088719	.072681	-.0745641	.6903792
MARKET TO BOOK VALUE	288	2.965333	3.827056	-3.365308	26.38421
PRICE TO EARNINGS RATIO	285	18.76794	25.16771	-98.2578	119.6085
REVENUE PER SHARE	289	13.03712	16.07274	.0350596	99.38011
BOOK VALUE PER SHARE	292	6.64309	7.747144	-.1329811	51.92076
Q_TOBIN	278	1.538064	1.011646	.4374221	5.780216
D/E	291	3.522256	4.359232	-8.740065	29.14337
LOG_ASSET	292	22.50243	1.770765	16.9426	27.00943
LOG_REVENUE	292	21.77856	1.718711	15.76089	25.68816

Tabella 19 Principali statistiche sugli indici di bilancio e mercato per le società non operanti nel settore bancario

VARIABILE 1	OBS	MEDIA	DEV. STAND.	MIN	MAX
ROE	87	.05061	.1863782	-.9365787	.4200166
ROA	87	.0247203	.0568667	-.0268363	.4141643
ROA_EBITDA	87	.0279334	.0618128	-.0253372	.4226649
MARKET TO BOOK VALUE	87	1.531057	2.808591	0	16.16933
PRICE TO EARNINGS RATIO	86	9.458543	13.51017	-38.93071	69.76126
REVENUE PER SHARE	80	7.459836	7.748341	.0106242	29.6909
BOOK VALUE PER SHARE	80	9.127404	9.33653	.0316588	43.11924
Q_TOBIN	87	1.118887	.648579	.8983164	5.426798
D/E	87	14.05182	6.18139	.3619028	30.1874
EFF_RATIO	64	72.84179	19.49549	35.15501	139.7532
NON_INT_INCOME	48	2.076186	1.48511	.0399576	7.520989
LOG_ASSET	87	24.73279	1.762547	19.45129	27.4807
LOG_REVENUE	23	22.45426	1.610853	19.05833	24.2154

Tabella 20 Principali statistiche sugli indici di bilancio e mercato per le società operanti nel settore bancario

CAPITOLO 6: ANALISI EMPIRICA

L'obiettivo principale dell'analisi è verificare, attraverso uno studio di regressione, se la presenza di donne e amministratori indipendenti all'interno del Consiglio di Amministrazione influenzi positivamente o meno l'impegno da parte dell'impresa nel perseguimento di obiettivi di successo sostenibile. Per effettuare l'analisi è stato utilizzato STATA, software statistico sviluppato nel 1985 da StataCorp e tuttora ampiamente utilizzato. Le analisi sono state condotte su due campioni separati, il primo costituito esclusivamente da istituti bancari, il secondo invece da società operanti in altri settori.

Si vogliono verificare le ipotesi sui due campioni ed analizzare, attraverso la statistica inferenziale, se queste possono essere estese alle popolazioni di riferimento.

I campioni sono costituiti da dati panel, ovvero osservazioni di più individui per più di un periodo. Inoltre, i campioni sono sbilanciati, infatti non è disponibile lo stesso numero di osservazioni per ogni periodo temporale: ciò vuol dire che non per tutte le imprese è stato possibile raccogliere i dati per ogni anno, ovvero dal 2014 al 2019.

Preliminarmente è dunque necessario stimare i coefficienti di regressione attraverso il metodo OLS (Ordinary least squares).

Si è operato sotto le assunzioni dei minimi quadrati, le quali per dati panel differiscono dalle classiche assunzioni per la prima e la seconda ipotesi, considerando il generico modello:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + u_{it}, \quad i = 1 \dots n, \quad t = 1 \dots T$$

Le assunzioni dei minimi quadrati sono:

- $E(u_{it}|X_{i1}, \dots, X_{iT}, a_i) = 0$.
- $(X_{i1}, \dots, X_{iT}, u_{i1}, \dots, u_{iT}), i = 1, \dots, n$, sono i.i.d. dalla distribuzione congiunta.
- (X_{it}, u_{it}) hanno momenti quarti finiti
- Non vi è collinearità perfetta

L'analisi è stata effettuata considerando come variabili dipendenti l'indicatore ESG, suddiviso nelle sue componenti, e alcuni obiettivi di sviluppo sostenibile, ovvero gli SDGs ritenuti rilevante ai fini dell'analisi.

In particolare, trattandosi di dati panel, ovvero osservazioni di più individui per più di un periodo, è stato deciso di condurre un'analisi sia ad effetti fissi che temporali.

In caso di dati panel, infatti, qualora le variabili omesse siano costanti nel tempo per la stessa impresa, non possono causare distorsione e gli stimatori OLS non possono essere determinanti della variabile dipendente.

Per questo motivo si parla di regressione ad effetti fissi, poiché questi identificano l'effetto costante di trovarsi in quella determinata azienda.

Oltre agli effetti fissi è importante valutare anche gli effetti temporali, ovvero quelli che derivano dalla presenza di una variabile omessa che varia nel tempo ma non in relazione ad una specifica società [76]

Per poter catturare gli effetti temporali, ad ogni anno è stato associato una variabile dummy, tuttavia per evitare di ricadere nella trappola delle variabili dummy, nelle regressioni sono state inserite N-1 variabili relativamente agli anni in considerazione.

Il modello utilizzato può essere sintetizzato dalla seguente espressione:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + \lambda_t + \mu_i + \beta_3 C_{it} + u_{it}$$

Dove:

$i = 1, \dots, N$ (numero di società); $t = 2014, \dots, 2019$

Y variabile dipendente, nel caso specifico rappresentata da indicatori di sostenibilità

X variabile indipendente, espressa da variabili indicanti rispettivamente la gender diversity e l'indipendenza del CdA.

μ variabile che misura gli effetti fissi

λ variabile che misura gli effetti temporali

C variabili di controllo

u errore generico.

In tutte le analisi effettuate gli errori standard sono stati corretti per tenere conto dell'eteroschedasticità.

Nello studio condotto gli effetti causali della gender diversity e dell'indipendenza del CdA sono stati testati su diverse variabili dipendenti, le quali possono essere divise in due macro-gruppi: le variabili ESG e gli indicatori SDGs.

Nello studio in esame gli indicatori SDGs sono espressi sotto forma di variabile binaria: questa assume il valore 1 se l'impresa ha adottato l'obiettivo di sviluppo sostenibile considerato, 0 viceversa. In caso di variabile dipendente dicotomica è stato applicato un modello di regressione logistica: la stima dei coefficienti di regressione non viene effettuata attraverso il metodo OLS, si utilizza infatti il criterio di massima verosimiglianza [77].

Nel momento in cui si utilizza un modello di regressione logistica si vuole valutare come la variabile indipendente influenzi la probabilità di accadimento della variabile dipendente, la quale corrisponde a 1 se l'evento avviene, 0 altrimenti: pertanto si vuole valutare se la diversità di genere e l'indipendenza del CdA aumentino in modo significativo la probabilità di adozione di SDGs da parte delle imprese. La regressione logistica pone le sue fondamenta sul concetto di ODDS.

Con questo si intende il rapporto tra la probabilità di un evento e la probabilità che tale evento non accada.

Pertanto, se l'ODDS è pari a 1 vuol dire che i due eventi sono equiprobabili, se maggiore di uno è più probabile che avvenga l'evento piuttosto che non avvenga.

Il comando di STATA utilizzato per implementare tale modello è la funzione logit, la cui funzione rappresenta il logaritmo naturale dell'ODDS.

Si utilizza la funzione logit per garantire la correttezza formale, ma si tratta di un modo differente di esprimere la probabilità.

Se si utilizza una regressione logistica i coefficienti che vengono stimati attraverso l'algoritmo di massima verosimiglianza, indicano di quanto varia il log ODDS, ovvero logit, nel momento in cui il regressore varia di una unità, mantenendo costanti le altre variabili. [78]

Anche in questo caso gli errori standard sono stati corretti per tenere conto dell'eteroschedasticità.

In caso di variabili in uscita binarie, oltre ad utilizzare un modello di regressione logistica, è stato impiegato anche un modello di probabilità lineare.

Nel momento in cui si applica un modello di probabilità lineare, viene effettuata una regressione multipla OLS con variabile dipendente binaria.

Si assume che la variabile dipendente sia distribuita come una variabile casuale di Bernoulli, la quale può assumere soltanto il valore 0 o 1: il valore 1 indica il successo, 0 il contrario.

Pertanto, viene assunto che la probabilità che l'evento si verifichi, ovvero che la variabile Y assuma valore pari a 1, sia una funzione lineare dei regressori.

Gli stimatori determinati con il metodo OLS, indicano di quanto aumenta la probabilità che l'evento si verifichi, mantenendo fisse tutte le altre variabili.

Anche in questo caso gli errori standard sono stati corretti per tener conto dell'eteroschedasticità.

6.1 Variabili utilizzate nelle regressioni per verificare l'effetto della gender diversity del CdA

	VARIABILE	DESCRIZIONE	TIPO
VARIABILI DIPENDENTI	ESG	ESG COMBINED SCORE	INTERO
	SOCIAL SCORE	SOCIAL SCORE	INTERO
	PROD_RESP_SCORE	PRODUCT RESPONSIBILITY SCORE	INTERO
	SDG 13	SDG 13 CLIMATE ACTION	BINARIO
	SDG 9	SDG 9 INDUSTRY, INNOVATION AND INFRASTRUCTURE	BINARIO
	SDG 8	SDG 8 DECENT WORK AND ECONOMIC GROWTH	BINARIO
	SDG 5	SDG 5 GENDER EQUALITY	BINARIO
VARIABILI DI INTERESSE	GEND_DIV	BOARD GENDER DIVERSITY, PERCENT	DECIMALE
	GEND_DIV_DUMMY	BOARD GENDER DIVERSITY, DUMMY	BINARIO
	EXEC_FEM	EXECUTIVE MEMBERS GENDER DIVERSITY, PERCENT	DECIMALE
ALTRI REGRESSORI	FAMILY_50	FAMILY 50%	BINARIO
	SOE	STATE OWNED ENTERPRISE SOE	BINARIO
	POL_DIV	POLICY BOARD DIVERSITY	BINARIO
	BOARD_SIZE	BOARD SIZE	INTERO
	EX_COMP_ESG	POLICY EXECUTIVE COMPENSATION ESG PERFORMANCE	BINARIO
	MKT_TO_BOOK	MARKET TO BOOK VALUE	DECIMALE
	P/E	PRICE TO EARNINGS RATIO	DECIMALE
	RPS	REVENUE PER SHARE	DECIMALE

	BOOK_PER_SHARE	BOOK VALUE PER SHARE	DECIMALE
	Q_TOBIN	Q_TOBIN	DECIMALE
	EFF_RATIO	EFFICIENCY RATIO (%)	DECIMALE
	LOG_ASSET	LOG ASSET	DECIMALE

Tabella 21 Variabili utilizzate nelle regressioni sulla gender diversity del CdA

Vengono riportate in tabella le variabili utilizzate in questa sezione, il cui significato è stato spiegato in modo più dettagliato nel capitolo precedente.

Per facilitare la lettura sono state distinte tre tipologie di variabili:

- Variabili dipendenti che esprimono l'impegno da parte dell'impresa nell'adozione di pratiche sostenibili.
- Variabili principali che esprimono la diversità di genere nel CdA.
- Altri regressori inseriti per evitare distorsione da variabile omessa e per rendere il modello più completo.

Per ogni variabile è stato specificato se si trattasse di una variabile binaria, decimale o intera: in caso di variabili dipendenti binarie va utilizzato o un modello di regressione logistica o un modello di probabilità lineare.

In questa sezione sono stati tenuti separati i risultati ottenuti per le osservazioni relative alle imprese operanti nel settore bancario da quelli relative ad imprese operanti in altri settori.

Nel caso di variabili dipendenti non binarie è stata effettuata invece un'analisi di regressione ad effetti fissi e temporali sotto le assunzioni dei minimi quadrati.

Le variabili dipendenti non binarie sono rappresentate dal rating ESG e dai sotto-indicatori, mentre le variabili dipendenti binarie dagli obiettivi di sviluppo sostenibile SDGs.

Nelle differenti regressioni sono state considerate come principali variabili indipendenti: la percentuale di donne nel Consiglio di Amministrazione, la variabile dummy associata alla percentuale di donne presenti nel CdA ed infine la percentuale di donne con incarichi esecutivi.

L'analisi non è stata limitata al solo aspetto della gender diversity ma è stata ampliata all'impatto delle donne in posizioni apicali sull'impegno da parte dell'impresa nella creazione di valore sostenibile: sono emersi infatti dei risultati statisticamente significativi sia riguardo alla percentuale di donne nel CdA ma anche riguardo alla percentuale di donne con incarichi esecutivi.

6.2 Risultati ottenuti per gli istituti bancari riguardo all'impatto della gender diversity del CdA sulla sostenibilità di impresa

Si riportano in seguito i principali risultati ottenuti relativamente all'impatto delle donne nel CdA sulla sostenibilità di impresa, considerando il campione costituito da imprese operanti nel settore bancario.

Dall'analisi dei risultati risulta evidente come l'effetto della presenza di donne nel Consiglio di Amministrazione e di donne con incarichi esecutivi vari a seconda della variabile dipendente considerata.

Considerando come variabile principale la percentuale di donne con incarichi esecutivi nel CdA, emerge, nei risultati riportati, come questa impatti positivamente l'impegno dell'impresa nell'adozione di politiche volte a migliorare la sostenibilità ambientale, in particolare aumenta la probabilità che l'impresa implementi degli obiettivi di sviluppo sostenibile.

Infatti i coefficienti relativi alla variabile EXEC_FEM sono positivi e significativi considerando come variabile dipendente SDGs5, che indica l'impegno da parte dell'impresa nell'adozione di politiche di gender diversity, sia SDGs 8, obiettivo di sviluppo sostenibile che promuove delle condizioni di lavoro favorevoli nel posto di lavoro, sia SDGs 13, relativo all'impegno da parte dell'azienda per i cambiamenti climatici.

Se si considera invece la presenza di donne nel CdA, a prescindere dall'incarico svolto, queste impattano negativamente sul parametro ESG globale considerando come variabile indipendente sia la percentuale di donne nel CdA che la variabile dummy associata alla gender diversity del CdA.

Infine la variabile associata alla percentuale di donne nel CdA impatta negativamente sia il sottoindicatore ESG relativo alla sfera sociale che la variabile PROD_RESP_SCORE, che indica se l'impresa produce o meno beni di qualità che tengano conto della sicurezza nei confronti dell'utilizzatore, del rispetto della privacy e della qualità del prodotto.

TABELLA 22: ANALISI DI REGRESSIONE LOGISTICA			
VARIABILE DIPENDENTE: SDGs			
Y = PROB(SDGs = 1)			
	(1) SDGS 5	(2) SDGS 8	(3) SDGS 13
EXEC_FEM	0.200** (0.0904)	0.200** (0.0904)	0.283** (0.112)
BOARD_SIZE	0.0658 (0.284)	0.0658 (0.284)	0.224 (0.340)
BOOK_PER_SHARE	-0.418** (0.191)	-0.418** (0.191)	-0.327** (0.149)
LOG_ASSET	-0.561 (0.584)	-0.561 (0.584)	0.510 (1.081)
Q_TOBIN	-26.05 (21.97)	-26.05 (21.97)	-11.12 (8.798)
EFF_RATIO	0.0249 (0.0213)	0.0249 (0.0213)	-0.0363 (0.0483)
COSTANTE	36.93 (29.98)	36.93 (29.98)	-5.449 (32.75)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019
OSSERVAZIONI	41	41	41
IN PARENTESI ERRORE STANDARD ROBUSTO			
*** P-VALUE<0.01, ** P-VALUE<0.05, * P-VALUE<0.1			

Tabella 22 Analisi regressione logistica, variabile dipendente SDGs, campione costituito da imprese operanti nel settore bancario

Nella tabella 22 sono stati effettuati tre studi di regressione relativi a tre differenti indicatori SDGs rispettivamente:

- SDGs 5: obiettivo di sviluppo sostenibile relativo all'implementazione di politiche di gender diversity all'interno dell'azienda
- SDGs8: obiettivo di sviluppo sostenibile relativo alla garanzia di condizioni lavorative favorevoli e all'impegno nella crescita economica
- SDGs 13: obiettivo di sviluppo sostenibile che concerne l'impegno da parte dell'azienda su tematiche relative cambiamento climatico.

Poiché gli obiettivi di sviluppo sostenibile sono variabili binarie è stato implementato un modello di regressione logistica utilizzando come criterio SDGs, mentre come principale variabile indipendente la percentuale di donne esecutive all'interno della società.

Per quanto concerne le società operanti nel settore bancario emerge che, con p-value <5%, all'aumentare della percentuale di donne esecutive all'interno del CdA aumenta la probabilità di adozione di indicatori SDGs in tutte e tre le regressioni in esame.

Pertanto, a maggiori livelli di presenza di donne in posizioni apicali, aumenta la probabilità che l'impresa si impegni sia nella promozione di politiche volte a garantire la parità di genere ai vari livelli aziendali, nella tutela dei lavoratori e infine nelle pratiche volte a contrastare i cambiamenti climatici.

Di contro, all'aumentare dell'indicatore book per share, che rappresenta il rapporto fra patrimonio netto e numero di azioni in circolazione, diminuisce la probabilità di adozione degli obiettivi di sviluppo sostenibile considerati con un livello di significatività del 5%.

TABELLA 23: ANALISI DI REGRESSIONE OLS				
VARIABILE DIPENDENTE: RATING ESG				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	ESG	ESG	ESG	ESG
GEND_DIV	-0.0644* (0.0350)	-0.0649* (0.0365)		
GEND_DIV_DUMMY			-1.170** (0.413)	-1.220** (0.436)
SOE	-1.687 (1.203)	-1.692 (1.199)	-0.230 (0.905)	-0.449 (0.971)
BOARD_SIZE	0.0941 (0.0552)	0.102* (0.0561)		0.0339 (0.0375)
P/E		-0.0108 (0.0101)		
LOG_ASSET	4.975** (2.247)	4.595* (2.239)	6.507** (2.341)	5.900** (2.561)
ROA_EBITDA	10.99 (8.670)	9.394 (8.358)	19.75* (10.00)	17.06 (11.05)
COSTANTE	-118.1** (55.81)	-108.5* (55.65)	-156.2** (58.27)	-141.6** (63.43)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019	2014-2019
EFFETTI FISSI	Sì	Sì	sì	Sì
EFFETTI TEMPORALI	Sì	Sì	sì	Sì
ERR. STAND. PER DATI RAGGR.	Sì	Sì	sì	Sì
OSSERVAZIONI	81	80	81	81
NUMERO CODE	20	20	20	20
R ²	0.357	0.358	0.368	0.372
IN PARENTESI ERRORE STANDARD ROBUSTO				
*** P-VALUE<0.01, ** P-VALUE<0.05, * P-VAUE<0.1				

Tabella 23 Analisi regressione OLS, variabile dipendente ESG, campione costituito da imprese operanti nel settore bancario

In tabella 23 vengono riportati i risultati relativi al campione costituito da imprese operanti nel settore bancario considerando come variabile dipendente il rating ESG globale.

Sono state effettuate delle regressioni multiple ad effetti fissi ed effetti temporali.

L'obiettivo di tali modelli è di verificare se la presenza di donne nel Consiglio di Amministrazione incida o meno sul rating ESG, mantenendo le altre variabili considerate costanti.

Nello specifico i modelli (1) e (2) considerano come variabile principale la percentuale di donne nel consiglio di Amministrazione, mentre nei modelli (3) (4) (5) viene considerata come variabile principale la dummy connessa alla percentuale di donne nel CdA: tale variabile assume il valore pari a 1 se la percentuale di donne maggiore di 33,33%, 0 se inferiore.

Nel modello (1) fra la variabile GEND_DIV e la variabile dipendente ESG si evidenzia una relazione lineare negativa con un p-value < 0,1.

Inoltre, relativamente al coefficiente positivo associato alla variabile LOG_ASSET, viene rifiutata l'ipotesi nulla con una significatività del 5%.

Nel modello (2) è stata aggiunto il regressore P/E, ovvero il price to earnings ratio.

Anche in questo caso un incremento delle percentuale di donne all'interno del CdA ha un effetto negativo sulla variabile dipendente con un livello di significatività del 5%.

Rispetto al modello (1) il coefficiente associato al regressore LOG_ASSET presenta un p-value maggiore e dunque una significatività minore.

Nel modello (2) emerge una relazione lineare statisticamente significativa fra la variabile dipendente ESG e la dimensione del CdA: con un livello di significatività del 10%, l'incremento delle dimensioni del CdA ha in impatto positivo sull'indicatore ESG.

L'inserimento della variabile p/e ha permesso di migliorare la bontà dell'adattamento della regressione ai dati, infatti si registra un incremento dell'indicatore R^2 corretto. Nel modello (3) si è considerata come variabile principale la dummy connessa alla gender diversity, gli altri regressori inseriti nella regressione sono: la proprietà statale, indicata dalla variabile SOE, l'indicatore di redditività ROA_EBITDA e l'indicatore di dimensione LOG_ASSET.

La relazione fra la variabile dipendente ESG e la variabile principale è negativa ed altamente significativa: il p-value è infatti inferiore al 5%.

Inoltre, sia la variabile LOG_ASSET che ROA_EBITDA impattano positivamente sul rating ESG, con una significatività rispettivamente del 5% e del 10%.

Nel modello (4) è stata aggiunta la variabile relativa alle dimensione del CdA, la quale ha migliorato la bontà d'adattamento della regressione ai dati, nel modello (3) infatti il parametro R^2 è pari a 0.368, mentre nel modello (4) è 0,372.

TABELLA 24
ANALISI DI REGRESSIONE OLS
VARIABILE DIPENDENTE: SOTTO-INDICATORI ESG

	(1) PROD_RESP_ SCORE	(2) PROD_RESP_ SCORE	(3) SOCIAL_ SCORE	(4) SOCIAL_ SCORE
GEND_DIV	-0.101** (0.0427)	-0.130** (0.0523)	-0.0651** (0.0304)	-0.0779** (0.0363)
SOE	OMITTED	OMITTED	-1.022 (0.983)	OMITTED
BOARD_SIZE		0.0920 (0.112)	0.100* (0.0503)	0.109** (0.0506)
LOG_ASSET	12.34*** (4.210)	11.13** (5.316)	6.619** (2.758)	7.121** (2.700)
ROA_EBITDA	36.89 (21.40)	30.53 (27.64)	18.50 (12.06)	19.10 (11.96)
RPS	0.124 (0.164)	0.134 (0.156)		-0.0369 (0.118)
COSTANTE	-300.9*** (103.4)	-271.9* (130.2)	-159.0** (68.13)	-170.9** (66.26)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019	2014-2019
EFFETTI FISSI	sì	sì	sì	sì
EFFETTI TEMPORALI	sì	sì	sì	sì
ERR. STAND. PER DATI RAGGR.	sì	sì	sì	sì

OSSERVAZIONI	78	78	81	78
NUMERO CODE	20	20	20	20
R ²	0.525	0.531	0.657	0.664
IN PARENTESI ERRORE STANDARD ROBUSTO *** P-VALUE<0.01, ** P-VALUE<0.05, * P-VAUE<0.1				

Tabella 24 Analisi regressione OLS, variabile dipendente sottoindicatori ESG, campione costituito da imprese operanti nel settore bancario

Infine, relativamente alle società operanti nel settore bancario, si è voluto verificare l'impatto della gender diversity sui sottoindicatori ESG, nel particolare sul Social score e Product responsibility score.

Per tutte le regressioni riportate in tabella 24 è stata considerata come variabile principale la percentuale di donne nel CdA .

Nella (1) si vuole valutare l'impatto della percentuale di donne nel CdA sul product responsibility score, punteggio che dipende prevalentemente dalla sicurezza del prodotto dell'impresa dal punto di vista della sicurezza, tutela della privacy e della qualità in generale.

Il coefficiente è negativo e si rifiuta l'ipotesi nulla con una significatività del 5%: pertanto, a parità di altre variabili, un incremento della percentuale di donne del CdA impatta negativamente sulla qualità dei prodotti.

Per quanto concerne gli altri regressori si evince una relazione lineare positiva fra la variabile dipendente product responsibility score e il regressore log asset.

Con una significatività del 1% si può affermare che un incremento delle dimensioni dell'impresa migliora la qualità del prodotto in uscita.

Nella (2) è stato aggiunto il regressore connesso alle dimensioni del CdA, migliorando la bontà di adattamento del modello.

Nella (3) la variabile dipendente è il social score, ovvero il punteggio relativo all'impatto sociale della società, sulla tutela dei lavoratori e dei diritti umani e sul controllo della catena di approvvigionamento.

Si evince dall'analisi dei risultati come la percentuale di donne nel CdA impatti negativamente sullo score relativo alla sfera sociale, con un p-value<5%.

Inoltre, emergono delle relazioni positive sia con le dimensioni del CdA che con LOG_ASSET. Infine, nella (4) è stato aggiunto come regressore l'indicatore revenue per share, che misura l'ammontare dei ricavi diviso per il totale delle azioni in circolazione della società. L'aggiunta di tale regressore ha comportato un miglioramento dell'indicatore R^2 : passando dal modello (3) al (4) si registra un miglioramento da 0,657 a 0,664. Nell'analisi in esame sono emerse altre relazioni significative e positive sia con le dimensioni del CdA che con le stesse dimensioni dell'impresa, espresse dalla variabile LOG_ASSET.

6.3 Risultati ottenuti per le imprese non operanti nel settore bancario riguardo all'impatto della gender diversity del CdA sulla sostenibilità di impresa

I principali risultati ottenuti relativamente all'impatto delle donne nel CdA, sul campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario, si scostano rispetto a quanto ottenuto sul campione costituito da banche: per le imprese non operanti nel settore bancario è emerso che, sia la presenza di donne nel CdA che donne con incarichi esecutivi, impatta positivamente sull'adozione di politiche volte a migliorare la sostenibilità di impresa.

Dai risultati emerge come l'adozione di obiettivi di sviluppo sostenibile, le cui analisi sono state effettuate attraverso regressioni logistiche, sia favorita sia dalla presenza di donne nel CdA che di donne con incarichi esecutivi.

Infatti il coefficiente relativo alla variabile EXEC_FEM aumenta la probabilità di adozione da parte dell'impresa di SDGs 13, obiettivo di sviluppo sostenibile connesso all'attenzione da parte dell'impresa sui cambiamenti climatici.

Inoltre la percentuale di donne nel CdA aumenta la probabilità che l'azienda implementi sia l'obiettivo di sviluppo sostenibile 8, che promuove delle condizioni di lavoro favorevoli, che SDGs 13.

Se si considerano invece le regressioni OLS con variabile dipendente il rating ESG, emerge come un incremento delle percentuale di donne con incarichi esecutivi migliori il rating globale.

TABELLA 25				
ANALISI DI REGRESSIONE LOGISTICA				
VARIABILE DIPENDENTE: SDGS				
Y = PROB(SDGS = 1)				
	(1)	(2)	(3)	(4)
	SDGS 8	SDGS8	SDGS 13	SDGS 13
GEND_DIV	0.0364* (0.0207)	0.0356* (0.0201)	0.0365* (0.0214)	
EXEC_FEM				0.0232* (0.0138)
FAMILY_50	-0.00977 (0.410)	0.00920 (0.421)	0.125 (0.434)	0.150 (0.425)
BOARD_SIZE	0.0150 (0.0609)	0.0204 (0.0618)	0.0384 (0.0640)	0.0384 (0.0640)
EX_COMP_ESG				0.181 (0.430)
BOOK_PER_SHARE				-0.0364 (0.0264)
MKT_TO_BOOK		-0.0351 (0.0787)	-0.0114 (0.0808)	
LOG_ASSET	0.0447 (0.103)	-0.0145 (0.113)	-0.00825 (0.120)	0.0966 (0.118)
ROA_EBITDA	-0.809 (2.141)			-2.326 (2.376)
Q_TOBIN		-0.136 (0.285)	-0.316 (0.291)	
COSTANTE	-3.736 (2.495)	-2.200 (2.700)	-2.535 (2.847)	-3.966 (2.690)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019	2014-2019
OSSERVAZIONI	239	226	226	239
IN PARENTESI ERRORE STANDARD ROBUSTO				
*** P-VALUE<0.01, ** P-VALUE<0.05, * P-VALUE<0.1				

Tabella 25 Analisi regressione logistica, variabile dipendente SDGs, campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario

Nella tabella 25 viene analizzato l’impatto delle donne nel CdA sull’adozione da parte dell’impresa di obiettivi di sviluppo sostenibile, nel caso di imprese non operanti nel settore bancario. Poiché tali variabili dipendenti sono binarie è stato implementato, come nel campione costituito da imprese operanti nel settore bancario, un modello di regressione logistica.

Nella regressione (1) e (2) è stato analizzato come la percentuale di donne nel CdA influenzi la probabilità che l’impresa adotti SDGs 8.

Tale obiettivo di sviluppo sostenibile è relativo all’impegno da parte dell’impresa in ambito di crescita economica e tutela dei lavoratori.

Pertanto, sia nella (1) che nella (2) emerge che, con p-value <10%, all’aumentare della percentuale di donne all’interno del CdA aumenta la probabilità di adozione di SDGs 8.

Nella regressione logistica (1) come indicatore di redditività è stato considerato il ROA_EBITDA, mentre nella (2) il Q_Tobin, inoltre in questa ultima regressione è stato aggiunto il regressore market to book.

La regressione (3) presenta gli stessi regressori della (2), tuttavia in questo caso è stata considerata come variabile dipendente SDGs 13, ovvero l’obiettivo di sviluppo sostenibile che attesta l’impegno da parte del impresa nell’adozione di pratiche volte a contrastare i cambiamenti climatici.

Anche in questo caso un incremento della percentuale di donne nel CdA aumenta la probabilità di adozione di tale o obiettivo di sviluppo sostenibile, con un p-value<10%.

Infine, nella (4) è stato considerata come variabile principale la percentuale di donne esecutive nel CdA e dai risultati emerge come questa variabile aumenti la probabilità che l’impresa adotti SDGs 13.

Infatti, poiché il coefficiente è positivo si può affermare, con un livello di significatività del 10%, che un incremento di donne esecutive nel CdA favorisca l’adozione di tale obiettivo di sviluppo sostenibile.

TABELLA 26			
ANALISI DI REGRESSIONE OLS			
VARIABILE DIPENDENTE: RATING ESG			
	(1)	(2)	(3)
	ESG	ESG	ESG
EXEC_FEM	0.0266* (0.0155)	0.0259* (0.0154)	0.0248* (0.0149)

FAMILY_50	-0.289 (0.334)	-0.285 (0.337)	0.277 (0.426)
SOE	-2.977*** (0.204)	-3.023*** (0.206)	-2.643*** (0.320)
BOARD_SIZE		0.0421 (0.0404)	0.0440 (0.0445)
POL_DIV			0.605 (0.405)
EX_COMP_ESG			-0.396 (0.292)
LOG_ASSET	1.018 (0.986)	1.000 (0.965)	0.996 (0.916)
ROA_EBITDA	2.085 (1.636)	2.404 (1.645)	2.315 (1.622)
COSTANTE	-15.91 (22.26)	-16.08 (21.75)	-16.38 (20.64)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019
EFFETTI FISSI	sì	sì	sì
EFFETTI TEMPORALI	sì	sì	sì
ERR. STAND. PER DATI RAGGR.	sì	sì	sì
OSSERVAZIONI	281	281	281
NUMERO CODE	80	80	80
R ²	0.074	0.077	0.099
IN PARENTESI ERRORE STANDARD ROBUSTO *** P-VALUE<0.01, ** P-VALUE<0.05, * P-VAUE<0.1			

Tabella 26 Analisi regressione OLS, variabile dipendente ESG, campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario

Infine, è stata considerata come variabile dipendente il rating ESG globale e come variabile indipendente principale la percentuale di donne esecutive nel CdA.

Le analisi di regressione riportate nella tabella 26, effettuate sotto le assunzioni dei minimi quadrati, tengono conto sia di effetti fissi di impresa che temporali.

Nella regressione (1) con un $p\text{-value} < 10\%$, la presenza di donne con incarichi esecutivi nel CdA impatta positivamente sul rating globale.

La proprietà statale invece impatta negativamente sul rating ESG, con un $p\text{-value} < 1\%$.

Nella regressione (2) è stata inserita la variabile BOARD_SIZE, il cui effetto stato quello di incrementare la bontà di adattamento del modello.

Nella (3) invece sono state inserite la variabile indicante l'adozione di politiche di remunerazione degli amministratori esecutivi, che premiano il miglioramento della sostenibilità di impresa, e la variabile binaria connessa all'adozione di una policy di board diversity del Consiglio di Amministrazione.

L'aggiunta di tali variabili ha permesso di migliorare la bontà di adattamento del modello, non modificando il livello di significatività del coefficiente relativo alla percentuale di donne con incarichi esecutivi.

6.4 Considerazioni finali sull'impatto della gender diversity del CdA sulla sostenibilità di impresa

Analizzando i risultati ottenuti nella loro globalità, si evince come l'adozione di pratiche sostenibili sia favorita nel momento in cui le donne si trovano ad occupare posizioni apicali all'interno della società, sia per le banche che per le imprese operanti in altri settori.

Tuttavia, la sola presenza di donne nel CdA indipendentemente dal particolare ruolo nel Consiglio, non garantisce, anzi talvolta ostacola, l'adozione di tali pratiche.

Da quanto è emerso si possono effettuare delle considerazioni sull'importanza della legge Golfo-Mosca sulle quote rosa.

In apparenza si potrebbe affermare che, poiché in alcuni casi le donne nel Consiglio di Amministrazione hanno un impatto negativo sulla sostenibilità di impresa, l'adozione di quote rosa ostacoli il passaggio verso un'economia green.

Tuttavia, come più volte accennato nei precedenti capitoli, l'adozione delle quote rosa non serve a garantire la parità di genere, ma piuttosto ad innescare quel cambiamento che altrimenti avrebbe

previsto dei tempi estremamente lunghi per la sua realizzazione: la durata della legge Golfo-Mosca, infatti, nonostante sia stata prorogata, è temporanea, ma gli obiettivi che si pone sono a lungo-termine. Inoltre, si è visto nei capitoli precedenti come l'adozione della legge Golfo -Mosca abbia avuto, oltre ad un conseguente effetto diretto sulla percentuale di donne nel Consiglio di Amministrazione, anche un effetto indiretto sulla percentuale di donne con incarichi esecutivi: la legge, infatti, non dispone sul particolare incarico ma su una percentuale minima garantita di donne nel CdA.

Pertanto, si può affermare che l'adozione della Golfo-Mosca non sia stata soltanto necessaria, soprattutto considerando le condizioni iniziali in ambito di gender diversity del CdA italiani nel momento in cui tale è stata emanata, ma che abbia assunto anche un ruolo fondamentale in ambito di sostenibilità di impresa, innescando un incremento delle donne con incarichi esecutivi nel CdA.

6.5 Variabili utilizzate nelle regressioni per verificare l'effetto dell'indipendenza del CdA

	VARIABILE	DESCRIZIONE	TIPO
VARIABILI DIPENDENTI	ESG	ESG COMBINED SCORE	INTERO
	ENVIR_SCORE	ENVIRONMENTAL SCORE	INTERO
	SOCIAL SCORE	SOCIAL SCORE	INTERO
	PROD_RESP_SCORE	PRODUCT RESPONSIBILITY SCORE	INTERO
	SDG 13	SDG 13 CLIMATE ACTION	BINARIO
	SDG 9	SDG 9 INDUSTRY, INNOVATION AND INFRASTRUCTURE	BINARIO
	SDG 8	SDG 8 DECENT WORK AND ECONOMIC GROWTH	BINARIO
	SDG 5	SDG 5 GENDER EQUALITY	BINARIO
VAR DI INTERESSE	IND_BOARD	INDEPENDENT BOARD MEMBERS, PERCENT	DECIMALE
	IND_DUMMY	INDEPENDENT BOARD MEMBERS, DUMMY	BINARIO
ALTRI REGRESSORI	FAMILY_50	FAMILY 50%	BINARIO
	SOE	STATE OWNED ENTERPRISE SOE	BINARIO
	POL_DIV	POLICY BOARD DIVERSITY	BINARIO
	BOARD_SIZE	BOARD SIZE	INTERO
	AUDIT_COM	AUDIT BOARD COMMITTEE	BINARIO
	NOM_COM	NOMINATION BOARD COMMITTEE	BINARIO
	COMP_COM	COMPENSATION BOARD COMMITTEE	BINARIO
	CORP_GOV_COM	CORPORATE GOVERNANCE BOARD COMMITTEE	BINARIO
	CSR_COM	CSR SUSTAINABILITY COMMITTEE	BINARIO
	CSR_REP	CSR SUSTAINABILITY REPORTING	BINARIO
	AUDIT_IND	AUDIT COMMITTEE INDEPENDENCE	BINARIO

COMP_IND	COMPENSATION COMMITTEE INDEPENDENCE	BINARIO
NOM_IND	NOMINATION COMMITTEE INDEPENDENCE	BINARIO
MKT_TO_BOOK	MARKET TO BOOK VALUE	DECIMALE
P/E	PRICE TO EARNINGS RATIO	DECIMALE
RPS	REVENUE PER SHARE	DECIMALE
BOOK_PER_SHARE	BOOK VALUE PER SHARE	DECIMALE
Q_TOBIN	Q TOBIN	DECIMALE
ROA	ROA	DECIMALE
ROE	ROE	DECIMALE
LOG_ASSET	LOG ASSET	DECIMALE
LOG_REVENUE	LOG REVENUE	DECIMALE
D/E	D/E	DECIMALE

Tabella 27 Variabili utilizzate nelle regressioni sull'indipendenza del CdA

Come nella sezione riguardante l'impatto della gender diversity sulla sostenibilità di impresa, le variabili sono state distinte in tre differenti categorie:

- Variabili dipendenti indicanti le misure adottate dall'impresa in ambito di sostenibilità
- Variabili principali che esprimono l'indipendenza del CdA
- Altri regressori

A seconda della tipologia di variabile in uscita sono stati applicati differenti modelli di regressione: in caso di variabili dipendenti dicotomiche sono state effettuate delle analisi applicando sia un modello di regressione logistica che un modello di probabilità lineare, in caso di variabile in uscita non dicotomica è stata invece effettuata un'analisi di regressione OLS ad effetti fissi e temporali.

Come nella sezione precedente il campione costituito da aziende operanti nel settore bancario è stato tenuto separato da quello costituito da imprese operanti in altri settori.

Le variabili principali, indicanti l'indipendenza del CdA, utilizzate nei vari modelli sono: la percentuale di amministratori indipendenti nel CdA e la corrispondente variabile dummy associata all'indipendenza del CdA, la quale assume valore pari a 1 qualora la percentuale di amministratori indipendenti sia pari o superiore al 33,33% del board, 0 viceversa.

6.6 Risultati ottenuti per gli istituti bancari riguardo all'impatto dell'indipendenza del CdA sulla sostenibilità di impresa

Per quanto concerne il campione costituito da banche, sono state effettuate due differenti tipologie di analisi: un modello di probabilità lineare utilizzato in caso di variabili dicotomiche ed un modello di regressione multipla OLS ad effetti fissi e temporali in caso di sotto-indicatore ESG come variabile dipendente.

L'effetto degli amministratori indipendenti sulla sostenibilità di impresa varia a seconda della variabile dipendente considerata.

Dai risultati ottenuti emerge come la numerosità degli amministratori indipendenti presenti nel board influisca negativamente sull'adozione degli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030.

L'effetto dell'indipendenza sui sotto-indicatori ESG è negativo, nelle regressioni in cui viene considerata come variabile dipendente lo score connesso alla sicurezza del prodotto e lo score connesso all'impegno da parte dell'azienda in merito a temi ambientali, mentre è positivo, nelle regressioni in cui la variabile dipendente è lo score connesso alla sfera sociale dell'impresa

TABELLA 28			
REGRESSIONE PROBABILISTICA LINEARE			
VARIABILE DIPENDENTE: SDGS			
Y = PROB(SDGS = 1)			
	(1) SDGS 5	(2) SDGS 8	(3) SDGS 9
IND_BOARD	-0.00613*** (0.00194)	-0.00613*** (0.00217)	-0.00659*** (0.00196)
BOARD_SIZE	0.0197** (0.00909)	0.0197* (0.0109)	0.0198** (0.00899)
Q_TOBIN	0.0602 (0.0653)	0.0602 (0.0590)	0.0670 (0.0594)
LOG_ASSET	0.0826** (0.0344)	0.0826*** (0.0300)	0.0813** (0.0325)
COSTANTE	-2.157** (0.882)	-2.157*** (0.742)	-2.105** (0.835)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019
EFFETTI TEMPORALI	sì	sì	sì
OSSERVAZIONI	58	58	58
R ²	0.584	0.584	0.547
IN PARENTESI ERRORE STANDARD ROBUSTO			
*** P-VALUE<0.01, ** P-VALUE<0.05, * P-VALUE<0.1			

Tabella 28 Analisi regressione probabilistica lineare, variabile dipendente SDGs, campione costituito da imprese operanti nel settore bancario

Per valutare l'effetto dell'indipendenza del CdA sulle variabili dummy connesse agli SDGs è stato utilizzato un modello di probabilità lineare. La variabile principale utilizzata nelle regressioni riportate in tabella 28 è la percentuale di amministratori indipendenti.

Le analisi sono state effettuate sul GOAL 5, indicante l'impegno da parte dell'azienda in politiche di gender diversity all'interno dell'azienda, sul GOAL 8 connesso all'impegno in merito ad una crescita economica sostenibile, sul GOAL 9 relativo all'impegno in innovazione.

I risultati ottenuti nelle tre analisi in esame, nonostante siano riferiti a SDGs differenti, sono i medesimi: in tutte e tre le regressioni, infatti, una maggiore percentuale di amministratori indipendenti diminuisce la probabilità di adozione degli SDGs considerati, con una significatività dell'1%. Stando ai risultati riportati, anche le dimensioni del CdA influiscono significativamente sull'adozione degli SDGs, infatti con un $p \text{ value} < 5\%$ una maggiore dimensione del CdA, aumenta la probabilità di adozione dei goal considerati. Infine, la probabilità di introdurre tali obiettivi di sviluppo sostenibile all'interno dell'azienda dipende anche dalle dimensioni della stessa, le quali sono rappresentate dall'indicatore LOG_ASSET.

TABELLA 29
ANALISI DI REGRESSIONE OLS
VARIABILE DIPENDENTE: SOTTO-INDICATORI ESG

	(2) PROD_RESP_SCORE	(2) ENVIR_SCORE	(3) SOCIAL_SCORE
IND_BOARD	-0.0647* (0.0357)	-0.0388* (0.0225)	
IND_DUMMY			1.362* (0.668)
BOARD_SIZE	0.0800 (0.108)	0.0622 (0.0669)	
LOG_ASSET	7.282** (3.213)	3.647* (1.770)	5.068** (2.301)
Q_TOBIN	5.858* (2.832)	2.361 (2.049)	2.774 (1.935)
PE	-0.00729 (0.0146)		
BOOK_PER_SHARE		0.0839** (0.0368)	0.0328 (0.0298)
POL_DIV	0.494 (0.824)	-0.557 (0.365)	
CSR_REP			1.328** (0.543)
CSR_COM	0.532 (1.055)	0.761* (0.424)	0.487 (0.598)
COMP_COM	2.239 (1.537)	1.918 (0.933)	
AUDIT_IND	0.135 (0.787)		
COMP_IND		1.347** (0.488)	
COSTANTE	-183.1** (80.89)	-89.83* (45.16)	-125.0** (58.67)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019
EFFETTI FISSI	sì	sì	sì

EFFETTI TEMPORALI	si	si	si
ERR. STAND. PER DATI RAGGR.	si	si	si
OSSERVAZIONI	86	80	80
NUMERO CODE	21	21	21
R ²	0.543	0.662	0.772

Tabella 29 Analisi regressione OLS, variabile dipendente ESG, campione costituito da imprese operanti nel settore bancario

Nella tabella 29 sono state effettuate delle regressioni ad effetti fissi temporali, considerando il campione costituito da imprese operanti nel settore bancario.

Tali analisi sono state effettuate sui sotto-indicatori ESG product responsibility score, environmental score e social score.

Nella (1) come variabile principale è stata tenuta in considerazione la percentuale di amministratori indipendenti presenti nel CdA, la quale impatta negativamente sullo score relativo alla sicurezza del prodotto con un livello di significatività del 10%.

Stando sempre ai risultati di tale regressione, si evince come esista una relazione lineare positiva fra la variabile PRODUCT_RESPONSABILITY_SCORE con la variabile LOG_ASSET e con Q-TOBIN. Pertanto, si può affermare, con una significatività rispettivamente de 5% e del 10%, che un incremento delle dimensioni e della redditività di impresa ha un impatto positivo sulla score connesso alla sicurezza del prodotto: imprese più grandi e che rendono meglio hanno una maggiore possibilità sia di investire in sicurezza che in reputazione del prodotto.

Considerando la (2) si evince che, per quanto riguarda le imprese operanti nel settore bancario, a livelli maggiori di indipendenza del CdA si registra un minor punteggio del sotto-indicatore ESG connesso alla sfera ambientale, con una significatività del 10%.

In questa analisi di regressione emerge, come nella precedente, una relazione lineare positiva fra il sotto-indicatore e LOG-ASSET. Dall'analisi dei risultati è emersa una relazione lineare positiva con p-value<5%, con la variabile book per share. Infine, dalla (3) si evince come, considerando come variabile principale la dummy indicante l'indipendenza del CdA e come variabile dipendente il social score, vi sia una relazione lineare positiva con livello di significatività del 10%.

Considerando gli altri regressori si registra una relazione lineare positiva sia con la variabile LOG_ASSET che con la variabile CSR_REP, la quale indica assume valore pari a 1 se l'impresa effettua dei report annuali sui progressi in ambito di sostenibilità ottenuti, 0 altrimenti.

6.7 Risultati ottenuti per le imprese non operanti nel settore bancario riguardo all'impatto dell'indipendenza del CdA sulla sostenibilità di impresa

In questa sezione è stato analizzato l'impatto degli amministratori indipendenti sulla sostenibilità di impresa, sul campione formato da imprese non operanti nel settore bancario.

Dai risultati riportati nelle tabelle sottostanti, emerge come gli amministratori indipendenti favoriscano dei migliori punteggi nei rating ESG e aumentino anche la probabilità di adozione di tutti gli obiettivi di sviluppo sostenibile che sono stati analizzati. Per validare l'ipotesi che gli amministratori indipendenti migliorino le performance sostenibili di impresa, in alcune regressioni è stata considerata, come variabile principale, la percentuale di amministratori indipendenti nel CdA, mentre in altre, la variabile dummy indicante l'indipendenza del CdA.

Effettuando un'analisi di regressione logistica è emerso come il numero di amministratori indipendenti aumenti la probabilità di adozione da parte dell'impresa dei vari SDGs, agli stessi risultati si è giunti considerando un modello di probabilità lineare.

Gli amministratori indipendenti hanno inoltre un impatto positivo sia sul rating ESG globale, sia sul sotto-indicatore connesso alla sicurezza del prodotto.

L'unica relazione lineare negativa è emersa considerando come variabile dipendente il sotto-indicatore SOCIAL del rating ESG e come variabile principale la percentuale di amministratori indipendenti presenti nel CdA.

TABELLA 30			
REGRESSIONE PROBABILISTICA LINEARE			
VARIABLE DIPENDENTE: SDGS			
Y = PROB(SDGS = 1)			
	(1)	(2)	(3)
	SDGS 8	SDGS 9	SDGS 13
IND_BOARD	0.00208* (0.00115)	0.00263** (0.00113)	0.00238** (0.00116)
SOE	0.123* (0.0664)	0.190** (0.0913)	0.156** (0.0745)
FAMILY_50	-0.0604 (0.0440)	-0.0733* (0.0413)	-0.0380 (0.0445)
ROA_EBITDA	0.0702 (0.246)	-0.0280 (0.216)	-0.0558 (0.247)
DE	0.00167 (0.00516)	-0.00347 (0.00380)	0.00270 (0.00514)
COSTANTE	-0.0966 (0.0692)	-0.0877 (0.0651)	-0.106 (0.0690)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019
EFFETTI TEMPORALI	sì	sì	sì
OSSERVAZIONI	230	230	230
R ²	0.537	0.404	0.483
IN PARENTESI ERRORE STANDARD ROBUSTO			
*** P-VALUE<0.01, ** P-VALUE<0.05, * P-VALUE<0.1			

Tabella 30 Analisi regressione probabilistica lineare, variabile dipendente SDGs, campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario

Soltanto nel caso di variabile in uscita dicotomiche è stata effettuata un'analisi utilizzando un modello di probabilità lineare, dove gli stimatori sono stati determinati utilizzando il metodo OLS.

Pertanto, nella tabella 30, viene valutato come la percentuale di amministratori indipendenti nel CdA influenzi la probabilità di adozione degli SDGs. L'analisi è stata effettuata considerando il campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario e in tutte le regressioni sono state inserite le dummy di tempo.

Nella (1) viene analizzato l'impatto degli amministratori indipendenti su SDGs8, goal connesso all'impegno da parte dall'azienda in merito ad una crescita economica sostenibile ed è emerso come, con un p-value <10%, all'aumentare della percentuale di amministratori indipendenti all'interno del CdA aumenta la probabilità di adozione di SDGs 8. Inoltre, la probabilità di adozione di tale obiettivo di sviluppo sostenibile è influenzata positivamente anche dalla variabile SOE, la quale indica la proprietà statale dell'impresa.

SDGs 9 è connesso all'impegno dell'azienda in ambito di innovazione: l'analisi dell'impatto della percentuale di amministratori indipendenti sulla probabilità di adozione di tale obiettivo di sviluppo sostenibile è stato effettuato nella (2).

Dai risultati è emerso che con un p-value<5%, un incremento della percentuale di amministratori indipendenti nel CdA aumenta la probabilità di adozione di tale obiettivo.

Inoltre, sono emerse delle relazioni statisticamente significative positive relativamente all'impatto della proprietà statale sulla probabilità di adozione di tale indicatore, mentre negative considerando come variabile indipendente FAMILY_50.

Infine, con SDGs 13 ci si riferisce all'obiettivo di sviluppo sostenibile relativo all'impegno da parte dell'azienda in merito ai mutamenti climatici: anche in questo caso si evince come la percentuale di amministratori indipendenti influisca positivamente sulla probabilità di adozione di tale obiettivo, con un livello di significatività del 5%

TABELLA 31				
REGRESSIONE LOGISTICA				
VARIABILE DIPENDENTE SDGS				
Y = PROB(SDGS = 1)				
	(1) SDGS 5	(2) SDGS 8	(2) SDGS 9	(3) SDGS 13
IND_BOARD	0.0193* (0.0101)	0.0191* (0.00995)	0.0277** (0.0122)	0.0220** (0.0104)
FAMILY_50	0.00800 (0.411)	0.0279 (0.377)	-0.372 (0.473)	0.152 (0.387)
BOARD_SIZE	-0.0403 (0.0589)	-0.00333 (0.0549)	0.00872 (0.0635)	0.0166 (0.0555)
ROA	-1.627 (2.121)	-2.559 (2.080)	-2.126 (2.052)	-3.958* (2.139)
LOG_REVENUE	-0.0498 (0.104)	-0.0254 (0.0934)	-0.0850 (0.108)	-0.0168 (0.0995)
COST	-1.105 (2.058)	-1.700 (1.949)	-1.368 (2.242)	-2.347 (2.067)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019	2014-2019
OSSERVAZIONI	239	239	239	239
IN PARENTESI ERRORE STANDARD ROBUSTO				
*** P-VALUE<0.01, ** P-VALUE<0.05, * P-VALUE<0.1				

Tabella 31 Analisi regressione logistica, variabile dipendente SDGs, campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario

Infine, sempre relativamente alle variabili dipendenti dicotomiche, sono state effettuate della analisi di regressione logistica, ovvero i coefficienti sono stati stimati attraverso l'algoritmo di massima verosimiglianza.

Si tratta sempre di modelli probabilistici: formalmente viene valutato di quanto varia il log ODDS, facendo variare il regressore di una unità, a parità delle altre variabili.

Nella (1) dalla tabella 31 si evince che, per quanto riguarda le società non operanti nel settore bancario, un incremento della percentuale di amministratori indipendenti aumenta la probabilità di adozione del goal 5, con un p-value<10%. I risultati delle altre regressioni riportate in tabella sono

analoghi, infatti come variabile principale è stata considerata sempre la percentuale di amministratori indipendenti, mentre come variabili dipendenti sono stati considerati altri obiettivi di sviluppo sostenibile.

Pertanto, si può affermare che una maggiore indipendenza del CdA, aumenta la probabilità che l'impresa adotti SDGs 5, connesso alle gender diversity, SDGs 8, connesso all'impegno in ambito di crescita economica sostenibile, SDGs 9, relativo all'innovazione e infine SDGs 13, relativo alla lotta ai cambiamenti climatici.

Le relazioni emerse nella (3) e (4), dove sono state considerate, rispettivamente, come variabili dipendenti GOAL 9 e 13, presentano una maggiore significatività, il p-value infatti è minore del 5%.

TABELLA 32
ANALISI DI REGRESSIONE OLS
VARIABILE DIPENDENTE: RATING ESG

	(1) ESG	(2) ESG	(3) ESG
IND_DUMMY	0.530* (0.306)	0.724** (0.337)	0.873** (0.359)
SOE	-3.076*** (0.198)	-3.034*** (0.199)	-2.981*** (0.203)
FAMILY_50	1.677*** (0.404)	2.122*** (0.529)	2.070*** (0.477)
BOARD_SIZE	0.0285 (0.0331)	0.0425 (0.0329)	0.0242 (0.0357)
LOG_ASSET	0.506 (0.901)	0.235 (0.833)	0.243 (0.821)
ROA_EBITDA	1.498 (1.657)	1.504 (1.676)	1.508 (1.771)
BOOK_PER_SHARE		0.0690 (0.0543)	0.0701 (0.0543)
POL_DIV		0.625* (0.357)	0.493 (0.370)
CSR_REP	2.347*** (0.529)	2.334*** (0.552)	2.455*** (0.467)
CSR_COM			0.750 (0.628)
AUDIT_IND			1.061** (0.530)
COSTANTE	-7.675 (20.23)	-2.765 (18.59)	-4.307 (18.34)
ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019
EFFETTI FISSI	sì	sì	sì
EFFETTI TEMPORALI	sì	sì	sì
ERR. STAND. PER DATI RAGGR.	sì	sì	sì

OSSERVAZIONI	281	281	281
NUMERO CODE	80	80	80
R ²	0.157	0.185	0.216
IN PARENTESI ERRORE STANDARD ROBUSTO *** P-VALUE<0.01, ** P-VALUE<0.05, * P-VAUE<0.1			

Tabella 32 Analisi regressione OLS, variabile dipendente ESG, campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario

In tabella 32 sono state effettuate delle regressioni multiple ad effetti fissi e temporali, attraverso il metodo dei minimi quadrati, sul campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario. Con queste analisi si vuole validare l'ipotesi che gli amministratori indipendenti nel Consiglio di Amministrazione abbiano un effetto positivo sulla performance sostenibile di impresa, in particolare sul rating ESG.

I modelli presentati nella tabella considerano come variabile dipendente il rating ESG, mentre come principale variabile indipendente, la variabile dummy connessa alla percentuale di amministratori indipendenti nel CdA.

Tale variabile assume il valore pari a 1 se la percentuale di amministratori indipendenti è superiore al 33,33%, 0 se inferiore.

Nel modello (1) fra la variabile IND_DUMMY e la variabile dipendente ESG si evidenzia una relazione lineare positiva con un p-value<0,1.

Nello stesso modello sono emerse delle ulteriori relazioni statisticamente significative relativamente alla variabile indicante la proprietà statale, la variabile indicante la conduzione familiare di impresa e la variabile CSR_REP, la quale indica se l'impresa annualmente redige dei report pubblici relativamente alle politiche di responsabilità sociale di impresa adottata e gli obiettivi raggiunti in ambito di sostenibilità.

Fra la variabile ESG e la variabile SOE emerge una relazione lineare negativa con un p<1%, d'altra parte, il coefficiente associato alla variabile FAMILY_50 è positivo e viene rifiutata l'ipotesi nulla con una significatività dell'1%.

Infine, redigere dei report di sostenibilità, mantenendo fisse le altre variabili, influisce positivamente sul rating ESG, infatti il coefficiente associato è positivo con una significatività dell'1%.

Nel modello (2) sono stati aggiunti i regressori BOOK_PER_SHARE e POL_DIV, il primo indicante il rapporto fra patrimonio netto e numero di azioni in circolazione mentre il secondo connesso all'adozione di una policy di board diversity nel Consiglio di Amministrazione.

L'aggiunta di questi due regressori ha reso più significativa la relazione fra ESG e IND_DUMMY ed inoltre ha migliorato la bontà di adattamento del modello, infatti, passando, dal modello (1) a (2) l'indicatore R^2 è migliorato da 0.157 a 0,185.

Nel modello (3) sono state aggiunte le variabili CSR_COM, che indicano se la società abbia adottato un comitato di corporate social responsibility, e AUDIT_IND, variabile binaria che assume le valore 1 qualora tutti i membri del comitato di audit siano indipendenti, 0 altrimenti.

Emerge una relazione lineare positiva fra la variabile dipendente ESG e la variabile AUDIT_IND con un livello di significatività del 5%

L'inserimento delle due variabili ha permesso di migliorare la bontà di adattamento della regressione ai dati, infatti l'indicatore R^2 corretto cresce dal modello (2) al (3).

TABELLA 33

ANALISI DI REGRESSIONE OLS

VARIABILE DIPENDENTE: SOTTO-INDICATORI ESG

	(1) PROD_RESP_SCOR E	(2) PROD_RESP_SCOR E	(3) SOCIAL_SCOR E	(4) SOCIAL_SCOR E
IND_BOARD	0.0279* (0.0161)	0.0286* (0.0148)	-0.0219* (0.0128)	-0.0184* (0.0104)
FAMILY_50	4.613*** (0.763)	4.645*** (0.734)		0.0856 (0.231)
BOARD_SIZE		0.105 (0.0860)		0.0249 (0.0349)
LOG_REVENUE E	-1.098 (1.011)	-1.002 (0.930)	-0.231 (0.822)	-0.0378 (0.847)
ROA_EBITDA	-1.074 (1.272)	0.263 (1.189)		
Q_TOBIN			-0.0388 (0.402)	-0.000780 (0.406)
RPS	-0.0436 (0.0354)	-0.0513 (0.0381)	-0.00155 (0.0238)	-0.0109 (0.0269)
POL_DIV	0.775* (0.451)	0.733* (0.413)		
CSR_COM	1.047 (1.053)	1.061 (1.037)		
CSR_REP	3.173*** (0.954)	3.270*** (0.897)		
AUDIT_COM		-0.820* (0.452)		
NOM_COM				0.658 (0.665)
AUDIT_IND		0.950* (0.559)	-0.762*** (0.175)	-0.787*** (0.195)
COMP_IND				-0.667 (0.760)
COSTANTE	26.08 (21.67)	22.47 (19.70)	14.31 (17.68)	9.788 (18.53)

ANNI	2014-2019	2014-2019	2014-2019	2014-2019
EFFETTI FISSI	Si	Si	Si	Si
EFFETTI TEMPORALI	Si	Si	Si	Si
ERR. STAND. PER DATI RAGGR.	Si	Si	Si	Si
OSSERVAZIONI	289	289	275	275
NUMERO CODE	82	82	80	80
R^2	0.283	0.314	0.330	0.350

Tabella 33 Analisi regressione OLS, variabile dipendente sotto indicatori ESG, campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario

L'impatto degli amministratori indipendenti sui sotto-indicatori ESG, in particolare sul Social score e Product responsibility score, è stato valutato considerando come variabile principale la percentuale di amministratori indipendenti nel CdA, i risultati vengono presentati in tabella 33.

Product responsibility score si riferisce alla sicurezza del prodotto, considerando il particolare settore in cui opera l'impresa.

Nei risultati riportati della regressione (1) emerge come, con una significatività del 10%, un incremento degli amministratori indipendenti, a parità di altre variabili, influisca positivamente sullo score connesso alla sicurezza del prodotto. Sempre dalla (1) è emersa una relazione positiva fra product responsibility score e la conduzione familiare di impresa, con una significatività molto elevata dell'1%, inoltre l'adozione di una policy diversity all'interno del CdA influisce positivamente su tale punteggio e anche la redazione di report annual riguardo obiettivi ESG da parte dell'azienda. Nella (2) è stato aggiunto il regressore indicante la dimensione del CdA e i regressori indicanti rispettivamente l'adozione di un comitato di audit e l'adozione di un comitato di audit totalmente indipendente. Dal modello (1) al modello (2) l'indicatore R^2 subisce un incremento da 0,283 a 0,314. Nella (3) l'analisi è stata effettuata considerando come variabile dipendente il social score, ovvero il sotto-indicatore ESG connesso all'impatto sociale dell'azienda.

Considerando tale variabile dipendente, nella (3) e nella (4), un incremento della percentuale di amministratori indipendenti nel CdA, ha sempre un impatto negativo, con un $p\text{-value} < 10\%$.

Inoltre, in entrambe le regressioni, dall'analisi dei risultati, emerge come l'adozione di un comitato di audit costituito interamente da amministratori indipendenti, impatti negativamente sul social score, con una elevato livello di significatività ovvero dell'1%.

Nella (4) sono stati aggiunti i regressori: FAMILY_50, BOARD_SIZE, NOM_COM e COMP_IND. Con NOM_COM si intende l'adozione dal parte della società di un comitato nomine, mentre con COMP_IND si indica l'adozione di un comitato remunerazione costituito interamente da amministratori indipendenti.

L'aggiunta di tali regressori ha comportato un miglioramento dell'indicatore R^2 : passando dal modello (3) al (4) si registra un miglioramento da 0,33 a 0,35.

6.8 Considerazioni finali sull'impatto dell'indipendenza del CdA sulla sostenibilità di impresa

Confrontando i risultati ottenuti nelle analisi effettuate sui due differenti campioni, il primo costituito da società bancarie quotate, il secondo costituito invece da società quotate operanti in altri settori, emergono differenti considerazioni.

Nel caso di imprese operanti nel settore bancario, eccetto che per lo score relativo alla sfera sociale, una maggiore indipendenza del Consiglio di amministrazione influisce negativamente sia sull'adozione di obiettivi di sviluppo sostenibile che sugli score ESG.

Questo aspetto può essere giustificato considerando che il ruolo degli amministratori indipendenti nelle banche è circoscritto principalmente ad evitare che vengano concessi dei finanziamenti a soggetti vicini alla banca, senza utilizzare un criterio oggettivo e imparziale, il cui risultato sarebbe quello di esporre a rischi eccessivi la banca stessa e ledere sia l'istituto bancario, i suoi gli azionisti e tutti gli stakeholders. [79]

Inoltre dai risultati si evince come la presenza di amministratori indipendenti abbia un impatto negativo sullo score relativo alla sfera ambientale ma positivo sullo score relativo alla sfera sociale. Questo fattore potrebbe essere connesso al fatto che il settore bancario non è particolarmente energivoro, tuttavia, considerando l'elevato numero di relazioni sociali che lo stesso istituto intrattiene, si potrebbe avanzare l'ipotesi che gli amministratori indipendenti puntino maggiormente

a creare un impatto sociale positivo che a ridurre le emissioni ed impegnarsi dal punto di vista della sostenibilità ambientale.

Per le aziende operanti in altri settori i risultati ottenuti sono opposti, infatti gli amministratori indipendenti hanno un impatto positivo in tutte le analisi effettuate ad eccezione dello score connesso alla sfera sociale.

I risultati ottenuti per le imprese non operanti nel settore bancario sono in linea con quanto dichiarato dal Codice di Autodisciplina 2020, dove viene ridefinita la concezione di impresa e di conseguenza il ruolo degli amministratori tutti, compresi gli amministratori indipendenti.

L'obiettivo dell'impresa è il perseguimento di “successo sostenibile della società”, definito come la “creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholders rilevanti per la società” [4] Gli amministratori indipendenti, oltre a dover adempiere al loro compito di monitorare il management, hanno un ruolo fondamentale nella sensibilizzazione relativamente all'importanza dell'adozione di politiche volte a migliorare la sostenibilità di impresa. Nei risultati relativi alle società non operanti nel settore bancario, si è analizzato come la presenza di amministratori indipendenti aumenti la probabilità di adozione degli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Agenda 2030: l'importanza dell'adesione a tali obiettivi, e di conseguenza dell'adozione di politiche e strategie per implementarli, deriva dal fatto che per poter garantire un miglior futuro al pianeta e alle generazioni future è necessario condividere un percorso comune e condiviso, ovvero quello promosso dall'ONU attraverso gli SDGs.

CONCLUSIONI

Lo studio condotto si è posto l'obiettivo di analizzare l'impatto degli amministratori indipendenti e delle donne nel CdA sul valore sostenibile generato dalle società quotate italiane.

L'analisi è stata effettuata su due differenti campioni, entrambi costituiti da dati panel: il primo relativo alle sole imprese operanti nel settore bancario, il secondo, invece, relativo alle imprese operanti in altri settori.

Sono state effettuate principalmente delle analisi di regressione ad effetti fissi e temporali, tuttavia, nelle analisi condotte per verificare l'impatto delle donne nel CdA e degli amministratori indipendenti sugli obiettivi di sviluppo sostenibile SDG, trattandosi di variabili dicotomiche, è stato deciso di utilizzare un modello di regressione logistica ed un modello di probabilità lineare.

Dagli studi di regressione relativi all'impatto delle donne nel CdA sulla sostenibilità di impresa, è emerso come, per entrambi i campioni in esame, le donne con incarichi esecutivi favoriscano l'adozione di un modello di impresa sostenibile.

Le evidenze empiriche relative alla percentuale di donne nel CdA sulla sostenibilità di impresa sono invece contrastanti: considerando il campione costituito da istituti bancari una maggiore percentuale di donne nel CdA impatta negativamente sia sul parametro ESG globale che sui sottoindicatori ESG, mentre considerando il campione costituito da imprese operanti in altri settori è emerso come una maggiore percentuale di donne nel CdA aumenti la probabilità di adozione di alcuni obiettivi di sviluppo sostenibile.

Relativamente alle analisi effettuate per verificare l'impatto degli amministratori indipendenti sulla generazione di valore sostenibile, si sono ottenuti risultati differenti sui due campioni analizzati.

Nel caso di imprese operanti nel settore bancario, eccetto che per lo score relativo alla sfera sociale, una maggiore indipendenza del Consiglio di amministrazione influisce negativamente sia sull'adozione di obiettivi di sviluppo sostenibile che sugli score ESG.

Questo aspetto può essere giustificato considerando che il ruolo degli amministratori indipendenti nelle banche è circoscritto principalmente a garantire oggettività ed imparzialità nella concessione di finanziamenti, per non esporre la banca e di conseguenza i suoi azionisti e stakeholders, a dei rischi eccessivi.

Per le aziende operanti in altri settori i risultati ottenuti sono opposti, infatti gli amministratori indipendenti hanno un impatto positivo in tutte le analisi effettuate ad eccezione dello score connesso alla sfera sociale.

Le evidenze empiriche ottenute attraverso le analisi effettuate sul campione costituito da imprese non operanti nel settore bancario sono in linea con quanto dichiarato dal Codice di Autodisciplina 2020, dove viene ridefinita la concezione di impresa e di conseguenza il ruolo degli amministratori: gli amministratori indipendenti, oltre a dover monitorare il management, hanno un ruolo fondamentale relativamente alla sensibilizzazione degli amministratori esecutivi nella scelta di strategie che puntino alla creazione di valore sostenibile per l'impresa e per tutti gli stakeholders.

Tale lavoro di tesi, incentrato nello specifico sul ruolo delle donne del CdA e degli amministratori indipendenti, contribuisce ai molteplici studi esistenti in letteratura incentrati sulla determinazione dei fattori che favoriscano il passaggio verso un' economia green e sostenibile.

Poiché l'adozione di un nuovo modello economico sostenibile è un passaggio obbligato, potenzialmente un numero sempre maggiore di ricerche empiriche sarà incentrato su tale tematica.

Pertanto tale studio può fungere da spunto per possibili ricerche future. L'analisi può essere infatti approfondita sia considerando un contesto più ampio rispetto a quello italiano, ad esempio estendendo la ricerca ad altri Stati europei, che indagando su degli ulteriori possibili fattori determinanti della sostenibilità di impresa.

Inoltre è possibile estendere la ricerca a società non quotate, considerando altri indicatori, per valutare l'impegno in sostenibilità di impresa, rispetto allo score ESG. Diversi studi hanno infatti dimostrato l'esistenza di una correlazione positiva fra società ad alta capitalizzazione e score ESG, giustificato dal fatto che imprese più grandi hanno maggiori risorse da destinare sia al processo di rendicontazione, che alle stesse opportunità volte a migliorare la sostenibilità di impresa [2], a scapito delle imprese più piccole, che, a causa di minori risorse economiche, non hanno la possibilità di emergere in ambito ESG.

Bibliografia

- [1] Enciclopedia Treccani.
- [2] R. a. R. P. Boffo, “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris, 2020.
- [3] Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, art 147-ter comma 1-ter.
- [4] C. C. Governance, “Codice di Corporate Governance”, 2020.
- [5] J. &. Meckling, "Theory of the firm: agency costs", 1976.
- [6] M. a. W. M. Jensen, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.", Journal of Financial Economics, 1976.
- [7] L. Zingales, “Corporate Governance, forthcoming in The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law", University of Chicago, 1997.
- [8] B. Roundtable, “Principles of Corporate Governance”, Harvard University, 2016.
- [9] J. J. M. Diane K. Denis, "International Corporate Governance”, Purdue University, 2003.
- [10] A. Shleifer, “Legal Foundations of Corporate Governance and Market Regulation”, Harvard University,, 2008.
- [11] R. J. Gilson, “Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function”, Columbia Law School,, 2000.
- [12] David A. Carter Betty J. Simkins* W. Gary Simpson, “Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value”, Oklahoma State University, 2003.
- [13] J. A. P. I. Shaker A. Zahra, “Boards of Directors and Corporate Financial Performance”, George Mason University, 1989.
- [14] J. L. C. G. J. James A. Brickley, “CORPORATE" LEADERSHIP STRUCTURE: ON THE SEPARATION OF THE POSITIONS OF CEO AND CHAIRMAN OF THE BOARD", Business University of Rochester and School of Business Arizona State University, 1994.
- [15] C. Freire, “Duality CEO-Chairman and its relation with the effectiveness of the boardcontrol”, 2019.
- [16] R. C. M. R. S. R. Ram Baliga, " CEO DUALITY AND FIRM PERFORMANCE: WHAT'S THE FUSS? Wake Forest University", 1996.

- [17] J. Veldman, "Self-regulation in International Corporate Governance Codes", Cass Business School, City University, 2017.
- [18] R. L. P. F. L.-d.-S. A. S. Simon Johnson, "Tunnelling", National Bureau of Economic Research, 2000.
- [19] E. C. V. G. E. I. G. M. S. N. M. V. S. Alvaro, "Quaderni giuridici, Business judgement rule e mercati finanziari, efficienza economica e tutela degli investitori", Consob, 2016.
- [20] A. N. Facchin, "Amministratori di minoranza ed amministratori indipendenti nella s.p.a. quotate", Ordine Avvocati Venezia, 2020.
- [21] G. P. C. D. Paolo Santella, "HOW INDEPENDENT ARE INDEPENDENT DIRECTORS? THE CASE OF ITALY", 2006.
- [22] Assinome, "La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain", 2019.
- [23] F. Aristeia, "Il sistema di amministrazione e controllo monistico", 2006.
- [24] C. C. Governance, "Codice di Corporate Governance", 2015.
- [25] V. D'Andò, "Diritto societario: il sistema monistico (di amministrazione e controllo della gestione) adottato nelle medie e grandi società", 2006.
- [26] Marina Brogi, The Dualistic Governance of Banks and Insurance Companies, University of Rome I - Dipartimento Banche Assicurazioni Mercati, 2008.
- [27] H. Baum, "The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective", Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series.
- [28] C. A. S. a. H. N. S. S. Burcu Avci, "THE ELUSIVE MONITORING FUNCTION".
- [29] «https://saylordotorg.github.io/text_corporate-governance/s14-appendix-a-sarbanes-oxley-and-.html,» [Online].
- [30] Codice Civile, articolo 2351 comma 5.
- [31] Codice Civile, articolo 2409-septiesdecies.
- [32] Codice Civile, articolo 2392.
- [33] Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, articolo 147-ter comma 4.
- [34] Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, articolo 147-quater.

- [35] Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, articolo 147-quater.
- [36] A. De Nicola, "Il diritto dei controlli societari", Giappichelli, 2017.
- [37] Conso, "Operazioni con parti correlate".
- [38] E. Hoxhaj, "Operazioni con parti correlate: il ruolo degli amministratori indipendenti", ALTALEX, 2019.
- [39] C. Report, 2010.
- [40] a. P. C. L. Klaus J. Hopt, "Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy", European Company and Financial Law Review, 2004.
- [41] Raccomandazione della Commissione Europea n. 2005/162/CE, 15 febbraio 2005.
- [42] U. R. c. l. Europea, "Ruolo e retribuzioni dei membri degli organi delle società quotate - Raccomandazioni della Commissione europea", Segreteria generale Ufficio rapporti con l'Unione europea, 2004.
- [43] C. Buzzacchi, "Il rilancio delle quote di genere della legge Golfo-Mosca: il vincolo giuridico per la promozione di un modello culturale", Università Milano Bicocca, 2019.
- [44] CONSOB, "Statistics and analyses Report on corporate governance of Italian listed companies", 2019.
- [45] L. M. a. C. V. L. Naomi Sterk, "Perpetuating Inequality: Junior Women Do Not See Queen Bee Behavior as Negative but Are Nonetheless Negatively Affected by It", 2018.
- [46] Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del consiglio riguardante il miglioramento dell'equilibrio di genere fra gli amministratori senza incarichi esecutivi delle società quotate in borsa e relative misure.
- [47] M. G. Fantini, "L'equilibrio di genere negli organi di amministrazione e controllo delle società: un passo in avanti verso la realizzazione della democrazia paritaria, "amministrazione in cammino", 2016.
- [48] V. Schein, "A Global Look at Psychological Barriers to Women's Progress in Management", Gettysburg College, 2001.
- [49] B. Reiners, "What Is the Glass Ceiling & How Do We Break It?", 2019.
- [50] Y. B. & M. Brouns, "The Trouble with the Glass Ceiling Critical reflections on a famous concept", Radboud University & Groningen University, 2009.

- [51] M. Bertrand, “The Glass Ceiling”, Becker Friedman Institute for Research in Economics, 2018.
- [52] L. Rosti, “Talent e genere”, Bene Comune, 2019.
- [53] EIGE, “ Gender Equality Index 2020 Digitalisation and the future of work”, 2020.
- [54] C. M. Olga Emelianova, “Women on boards 2019 Progress Report”, 2019.
- [55] Deloitte, “Women in the boardroom A global perspective”, 2020.
- [56] proposta di direttiva della Commissione Europea, 2012.
- [57] A. C. a. R. S. Magda Bianco, “ Women on corporate boards in Italy”, Questioni di Economia e Finanza, 2013.
- [58] A. A. A. M. Guido Romano, “Le donne ai vertici delle imprese 2020 ”, INPS, CERVED, Fondazione Marisa Bellisario, 2020.
- [59] CONSOB, “Report on corporate governance”, 2020.
- [60] L. L. Sabbadini, “Misure a sostegno della partecipazione delle donne al mercato del lavoro e per la conciliazione delle esigenze di vita e di lavoro”, ISTAT, 2020.
- [61] A. C. H. Mariateresa Torchia, “Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass”, International University of Monaco, IPAG Business School, BI Norwegian Business School, 2011.
- [62] A. a. Ferreira, “Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance”, University of Oxford, Universidade Federal de Uberlândia (UFU), 2009.
- [63] Moez Bennouri, Tawhid Chtioui, Haithem Nagati, Mehdi Nekhili, "Female board directorship and firm performance: What really matters?", Montpellier Business School, Emlyon business school, Université du Maine, 2017.
- [64] W. S. L. M. G. Jie Chen, “The impact of board gender composition on dividend payouts”, Cardiff Business School, Cardiff University, Cardiff CF10 3EU, United Kingdom, 2017.
- [65] W. S. L. ., W. S. M. G. Jie Chen, “Why female board representation matters: The role of female directors in reducing male CEO overconfidence”, Cardiff University, University of Edinburgh, IE University, 2019.
- [66] A. G. B. G. M. V. S. Maria Boutchkova, “Gender diversity and the spillover effects of women on boards”, The University of Edinburgh Business School, Edinburgh, UK, 2019.
- [67] Thomson Reuters ESG Scores, 2017.

- [68] N. D. M. , J. D. R. P. Rakhi Kumar, “A Practical Framework for Identifying the ESG Strategy That Is Right for You “, 2018.
- [69] M. M. e. A. B. Cobianchi, “Fondi d'in"vestimento?La resilienza è targata. Esg, 2020.
- [70] M. D. , M. J. Mahmoud Arayssi, “Women on boards, sustainability reporting and firm performance”, Lebanese American University, 2016.
- [71] M. H. M. S. A. M. G. Muhammad Atifa, “ Does board gender diversity affect renewable energy consumption?”, 2020.
- [72] M. Gatti, Gli amministratori indipendenti e la sfida del successo sostenibile, Parole di Management, 2020.
- [73] C. S. s. S. d’Impresa, “Il ruolo degli amministratori indipendenti e del CdA nello sviluppo della responsabilità sociale per il valore sostenibile dell’impresa”, Bilanciarsi valore sostenibile, 2020.
- [74] A. N. Clementi, ” (articolo pubblicato sulla Voce degli Indipendenti, periodico della NedCommunity)”, managing partner dello Studio Legale Associato Negri-Clementi, 2020.
- [75] Thomson reuters corporate governance guidelines, 2020.
- [76] M. W. W. James H. Stock, “Introduzione all’Econometria”, 2012.
- [77] V. P. Senese, “Regressione Multipla e Regressione Logistica: concetti introduttivi ed esempi”, 2014.
- [78] I. f. D. R. a. E. S. C. UCLA.
- [79] Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 - Banca d'Italia.
- [80] S. A. Zahra, “Boards of Directors and Corporate Financial Performance”, John A. Parce II, George Mason University, 1989.
- [81] 1. f. 2. Raccomandazione della Commissione Europea n. 2005/162/CE.
- [82] S. e. R. Orlitzky, “Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis”, 2003.
- [83] E. e. W. Margolis, “Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance”, 2009.
- [84] D. e. J. Wang, “A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors “, 2016.

- [85] F. Schuhmacher, “Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data”, 2016.
- [86] D. Y. H. J. a. K. H. Eunjung Hyun, “Women on Boards and Corporate Social Responsibility”, College of Business, Hongik University, 2016.

ALLEGATI

IMPRESE OPERANTI NEL SETTORE BANCARIO	
Anima Holding SpA	credito Emiliano SpA
Banca Carige SpA	doValue SpA
Banca Farmafactoring SpA	FinecoBank Banca Fineco SpA
Banca Generali SpA	Gruppo MutuiOnline SpA
Banca IFIS SpA	illimity Bank SpA
Banca Mediolanum SpA	Intesa Sanpaolo SpA
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	Mediobanca Banca di credito Finanziario SpA
Banca Piccolo credito Valtellinese SpA	Poste Italiane SpA
Banca Popolare di Sondrio ScpA	Unicredit SpA
Banco BPM SpA	Unipol Gruppo SpA
Bper Banca SpA	

Tabella 34 Imprese operanti nel settore bancario

IMPRESE NON OPEERANTI NEL SETTORE BANCARIO	
A2A SpA	IMA Industria Macchine Automatiche SpA
Acqa SpA	Immobiliare Grande Distribuzione SIIQ SpA
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna SpA	Infrastrutture wireless Italiane SpA
Amplifon SpA	Interpump Group SpA
Aquafil SpA	Iren SpA
Arnoldo Mondadori Editore SpA	Italgas SpA

Ascopiave SpA	Italmobiliare SpA
Assicurazioni Generali SpA	Juventus FC SpA
ASTM SpA	La Doria SpA
Atlantia SpA	Leonardo SpA
Autogrill SpA	Maire Tecnimont SpA
Azimut Holding SpA	Marr SpA
Biesse SpA	Mediaset SpA
Brunello Cucinelli SpA	Moncler SpA
Buzzi Unicem SpA	Nexi SpA
Cairo Communication SpA	OVS SpA
Carel Industries SpA	Piaggio & C SpA
cementir Holding NV	Pirelli & C SpA
Cerved Group SpA	Prysmian SpA
CNH industrial NV	Rai Way SpA
Danieli & C Officine Meccaniche SpA	Recordati Industria Chimica e Farmaceutica SpA
datalogic SpA	Reply SpA
Davide Campari Milano NV	Saes Getters SpA
De' Longhi SpA	Saipem SpA
DeA Capital SpA	Salvatore Ferragamo SpA
DiaSorin SpA	Sanlorenzo SpA
Digital360 SpA	Saras SpA
Edison SpA	Sesa SpA
El En SpA	Snam SpA

Enav SpA	Societa Cattolica di Assicurazione Sc
Enel SpA	Tamburi Investment Partners SpA
Eni SpA	Technogym SpA
ERG SpA	Telecom Italia SpA
Exor NV	Tenaris SA
Falck Renewables SpA	Terna Rete Elettrica Nazionale SpA
Ferrari NV	Tinexta SpA
Fiat Chrysler Automobiles NV	Tiscali SpA
FILA Fabbrica Italiana Lapis ed Affini SpA	Tod's SpA
Fincantieri SpA	UnipolSai Assicurazioni SpA
Freni Brembo SpA	Webuild SpA
Geox SpA	Zignago Vetro SpA
Hera SpA	

Tabella 35 Imprese non operanti nel settore bancario

SETTORI SECONDO LA RICLASSIFICAZIONE NAICS	
Activities Related to credit Intermediation	navigational, Measuring, Electromedical, and Control Instruments Manufacturing
advertising, Public Relations, and Related Services	Newspaper, Periodical, Book, and Directory Publishers
aerospace Product and Parts Manufacturing	nondepository credit Intermediation
agriculture, Construction, and Mining machinery Manufacturing	Nonferrous Metal (except Aluminum) Production and Processing

apparel knitting Mills	Nonresidential Building Construction
beverage Manufacturing	Other financial investment Activities
cement and Concrete Product Manufacturing	Other General Purpose machinery Manufacturing
computer and Peripheral Equipment Manufacturing	Other miscellaneous Manufacturing
computer Systems Design and Related Services	Other Transportation Equipment Manufacturing
cut and Sew apparel Manufacturing	petroleum and Coal Products Manufacturing
data Processing, Hosting, and Related Services	pharmaceutical and Medicine Manufacturing
depository credit Intermediation	Pipeline Transportation of Natural gas
electric Power Generation, Transmission and Distribution	Plastics Product Manufacturing
footwear Manufacturing	professional and Commercial Equipment and Supplies Merchant Wholesalers
Fruit and Vegetable Preserving and Specialty Food Manufacturing	Radio and Television Broadcasting
Glass and Glass Product Manufacturing	resin, Synthetic rubber, and Artificial and Synthetic Fibers and Filaments Manufacturing
grocery and Related Product Merchant Wholesalers	rubber Product Manufacturing
health and Personal Care Stores	Securities and Commodity Contracts Intermediation and brokerage
highway, Street, and Bridge Construction	semiconductor and Other Electronic Component Manufacturing
Household Appliance Manufacturing	ship and Boat Building

industrial machinery Manufacturing	software Publishers
insurance Carriers	Spectator Sports
Lessors of Real Estate	steel Manufacturing from Purchased steel
limited-Service Eating Places	Support Activities for air Transportation
Metalworking machinery Manufacturing	Support Activities for road Transportation
motor Vehicle Manufacturing	utility System Construction
motor Vehicle Parts Manufacturing	wired Telecommunications Carriers
Natural gas Distribution	wireless Telecommunications Carriers (except Satellite)

Tabella 36 Settori secondo la riclassificazione NAICS