

# **POLITECNICO DI TORINO**

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

Anno Accademico 2020/2021

**Modelli di Business ed integrazione dei criteri ESG**

**Il caso Enel Group**



**Relatore**

Prof.ssa Laura Rondi

**Candidato**

Barella Gioele



# Indice

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>6</b>
<b>CAPITOLO 1</b>	<b>8</b>
DAL DIBATTITO TRA STAKEHOLDER E SHAREHOLDER THEORY ALLA CORPORATE SUSTAINABILITY	8
1.1 INTRODUZIONE CAPITOLO 1	8
1.2 IL DIBATTITO TRA STAKEHOLDER E SHAREHOLDER THEORY	11
1.3 LE TEORIE DI FRIEDMAN E FREEMAN	12
1.4 CREAZIONE DI VALORE E CRITICITÀ DELLE DUE TEORIE	14
1.5 CORPORATE SOCIAL RESPONSABILITY	18
1.6 CSR E STAKEHOLDER	21
1.7 CORPORATE GOVERNANCE, CSR E SOSTENIBILITÀ, L'IMPORTANZA DELL'INNOVAZIONE.	23
1.8 I TRE PILASTRI DELLA SOSTENIBILITÀ: ECONOMIA, AMBIENTE E SOCIETÀ	25
<b>CAPITOLO 2</b>	<b>29</b>
DESCRIZIONE DEI CRITERI ESG (ENVIROMENTAL, SOCIAL AND GOVERNMENT)	29
2.1 CRITERI ESG INTRODUZIONE	29
2.2 REPORTISTICA ESG	32
2.3 FATTORE E: ENVIROMENT E POLITICA PER IL CLIMA	35
2.4 IL FATTORE "S" DI ESG	43
2.5 L'ASPETTO "G" DI ESG	46
<b>CAPITOLO 3</b>	<b>49</b>
ANALISI DELLA LETTERATURA: ASPETTI POSITIVI E NEGATIVI DEI CRITERI ESG ED INTRODUZIONE ALLA FINANZA SOSTENIBILE	49
3.1 INTRODUZIONE	49
3.2 DCF, FLUSSI DI CASSA, COSTO DEL CAPITALE ED EFFETTO DEI CRITERI ESG	49

<b>3.3 FATTORI ESG, FLUSSI DI CASSA E COSTO DEL CAPITALE</b>	<b>52</b>
<b>3.4 STRUMENTI E STRATEGIE DELLA FINANZA SOSTENIBILE</b>	<b>62</b>
<b>3.5 CRITICITÀ DEL SISTEMA ESG: GREENWASHING E STANDARDIZZAZIONE</b>	<b>70</b>
<b>3.6 STANDARDIZZAZIONE</b>	<b>75</b>
<b>3.7 ACTION PLAN E TASSONOMIA EUROPEA (CON ESEMPIO)</b>	<b>81</b>
<b>CAPITOLO 4</b>	<b>86</b>
<hr/>	
<b>IL CASO ENEL</b>	<b>86</b>
<b>4.1 INTRODUZIONE GENERALE</b>	<b>86</b>
<b>4.2 ANALISI MATRICI DI MATERIALITÀ 2015-2020</b>	<b>93</b>
<b>4.3 IL FATTORE “ENVIRONMENTAL” RISULTA ESSERE INTEGRATO CON LA CREAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DI ENEL? TEMI DI DECARBONIZZAZIONE E CREAZIONE DEL VALORE ECONOMICO FINANZIARIO.</b>	<b>103</b>
<b>ANALISI DI ASPETTI LEGATI AL FATTORE E</b>	<b>103</b>
<b>4.4 ASPETTI “SOCIAL” IN ENEL</b>	<b>133</b>
<b>4.5 GOVERNANCE SOLIDA: ASPETTI G IN ENEL</b>	<b>139</b>
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>159</b>
<hr/>	
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>162</b>
<b>SITOGRAFIA:</b>	<b>168</b>
<hr/>	
<b>ALLEGATI</b>	<b>174</b>
<b>RINGRAZIAMENTI</b>	<b>182</b>
<hr/>	



# Introduzione

Nel corso degli ultimi anni le imprese sono tenute a redigere oltre alla rendicontazione finanziaria, un'altra tipologia di rendicontazione con dati extra-finanziari, i quali rispecchiano il "grado" di sostenibilità aziendale.

Più nel dettaglio si analizzeranno i criteri ESG (Environmental, Social e Government). Essi rappresentano criteri (quantitativi e qualitativi), relativamente innovativi, in grado di misurare come un'impresa si impegni nel campo della sostenibilità, non solo ambientale, ma anche sociale e di buona governance. Si passa da un aspetto "etico", dove la responsabilità sociale d'impresa, conosciuta anche come CSR, rappresenta aspetti reputazionali e di buona condotta, ad un vero e proprio cambiamento strategico.

Infatti, tramite i criteri ESG, le imprese cercano di massimizzare il profitto, seguendo nuove strategie aziendali sostenibili, guidate dall'innovazione e dall'ascolto di diversi stakeholder. Inoltre, anche gli azionisti, da sempre principali beneficiari della creazione di valore dell'impresa, si stanno muovendo verso la finanza "sostenibile", attenta a criteri ESG.

Il seguente elaborato di tesi magistrale si pone l'obiettivo di studiare come, nel corso del tempo, i criteri ESG siano entrati a far parte delle politiche aziendali ed i principali motivi per cui essi si siano sviluppati così rapidamente.

Più in dettaglio nel Capitolo 1, si cercherà di delineare una "linea temporale", a partire dal XX secolo fino ai giorni nostri, relativa alla responsabilità d'impresa. Si partirà dal dibattito tra stakeholder e shareholder theory, fino ad arrivare all'attuale corporate sustainability (CS).

Nel secondo capitolo si delinearanno i principali fattori, sulla quale si basano gli indicatori ESG. Tali indicatori rappresentano la parte quantitativa dei criteri ESG. Inoltre, per quanto riguarda l'aspetto environmental, si descriveranno le principali azioni politiche in ambito clima. In tal caso si sottolinea una maggior attenzione dei policy maker nella diminuzione dell'esternalità ambientale, con l'ambizioso obiettivo di lungo periodo (nel 2050) di neutralità carbonica, con alcuni monitoraggi di target intermedi (nel 2030).

Nel terzo capitolo ci si concentrerà sull'analisi della letteratura, delineando i principali aspetti positivi e negativi (come, ad esempio, il greenwashing) dell'integrazione ESG nelle politiche aziendali.

Inoltre, ci si soffermerà anche sulla finanza sostenibile e sulle strategie d'investimento. La finanza sostenibile gioca un ruolo fondamentale, poiché tali investimenti, affiancati dagli investimenti erogati dai policy maker (un esempio su tutti: i 1000 miliardi di € stanziati dal Green Deal Europeo), rappresentano fonti fondamentali per aumentare gli investimenti in innovazione e politiche green.

Infine, nell'ultimo capitolo, si affronterà un caso di studio sul gruppo Enel. In particolare, partendo dalle priorità dell'azienda, e dei vari stakeholder, si cercherà di individuare i temi rilevanti (ESG) e di analizzarli in dettaglio, delineando eventuali crescite / decrescite di tali criteri in politiche strategiche e remunerative.

# CAPITOLO 1:

## Dal dibattito tra Stakeholder e Shareholder Theory alla Corporate Sustainability

### 1.1 Introduzione Capitolo 1

Sia la teoria dell'azionista, meglio conosciuta come "shareholder theory", che la stakeholder theory sono teorie normative della responsabilità aziendale, che definiscono, in modo diverso, quale dovrebbe essere il ruolo di una impresa.

Spesso sono anche viste come teorie normative dell'etica aziendale, poiché i dirigenti e i manager di una società dovrebbero prendere decisioni secondo la teoria "più corretta", in base alla strategia ed alla cultura aziendale. Tuttavia, le due visioni divergono su molti aspetti, trovando punti di disaccordo sulla cosa sia "corretto" o meno.

La teoria dell'azionista afferma che gli shareholder anticipano il capitale ai manager di una società, i quali dovrebbero utilizzare i fondi aziendali solo nei modi autorizzati dagli azionisti, portatori di rischio. D'altra parte, la teoria degli stakeholder afferma che i manager hanno un dovere sia verso gli azionisti della società che verso gli altri portatori di interesse meglio conosciuti come "stakeholder", i quali partecipano volontariamente o involontariamente alla capacità e alla creazione di ricchezza dell'impresa, e che sono quindi i suoi potenziali beneficiari.

Secondo la teoria degli stakeholder, le due responsabilità principali sono: assicurare che i diritti etici di nessuno stakeholder siano violati e bilanciare gli interessi legittimi degli stakeholder quando prendono decisioni. L'obiettivo è quello di bilanciare la massimizzazione del profitto con la capacità a lungo termine della società di rimanere in attività. La distinzione fondamentale è che la teoria degli stakeholder richiede che gli interessi di tutti i portatori d'interesse siano considerati anche se questo può ridurre la redditività dell'azienda. (Smith 2003). Nel corso degli ultimi decenni al tema della responsabilità aziendale si è affiancato un altro tema molto importante, quello della sostenibilità. La sostenibilità si basa su tre pilastri fondamentali: economico, sociale ed ambientale. L'obiettivo, guidato anche dall'Agenda ONU 2030, è quello di integrare nelle strategie aziendali il perseguimento di "creazione di valore sostenibile".

L'esclusione sociale e finanziaria, le crescenti disparità di reddito, le crescenti esternalità ambientali negative (come: inquinamento acustico, inquinamento

atmosferico, smog) sono le sfide tipiche affrontate dai governi nazionali e locali; ma le imprese che ruolo possono avere al fine di migliorare le esternalità negative? Ed in particolare possono farlo senza ostacolare le loro performance economico-finanziarie?

L'impresa, da sempre fondata su solide dimensioni economico-giuridiche, si trova quindi ad implementare nelle proprie strategie aziendali anche un'altra dimensione: quella etica. Se da un lato il dibattito sul ruolo dell'etica nelle scelte aziendali, e sui soggetti finali verso i quali i manager devono avere un dovere morale, sono stati protagonisti dei dibattiti sulla teoria dell'impresa diviso dalla contrapposizione tra shareholder theory e stakeholder theory (Zamagni 2006), dall'altro lato l'intreccio di questo dibattito con il concetto più generale del ruolo dell'impresa verso la società CSR (Corporate social Responsibility) sono stati, e sono ancora tutt'ora, attori trainanti della teoria d'impresa etica e non, dal momento che la "creazione di valore sostenibile" ha come obiettivo quello di diminuire il gap tra le due teorie (stakeholder e shareholder). L'intento è quello di guidare le imprese ad una maggiore responsabilità, non solo verso gli attori "interni" alla catena del valore ma anche verso la società, andando a mitigare le esternalità negative, senza perdere in performance economico-finanziarie. (Angelini). Il concetto di CSR si è evoluto dall'essere considerato dannoso per la redditività di un'azienda, all'essere considerato in qualche modo benefico per l'azienda nel suo complesso, almeno nel lungo periodo (Porter e Kramer, 2002). In particolare, Porter e Kramer descrivono la creazione di valore condiviso come un driver fondamentale per l'innovazione tecnologica e la crescita produttiva.

L'attuale concezione della responsabilità sociale delle imprese (RSI), l'equivalente italiano del termine CSR, implica che le aziende integrino le preoccupazioni sociali e ambientali nelle loro operazioni, interagendo con gli stakeholder. La Commissione Europea la definisce come "*un concetto per cui le aziende decidono volontariamente di contribuire a una società migliore e a un ambiente più pulito*" (Commissione Europea, 2001, p. 5). La responsabilità sociale delle imprese è legata a questioni complesse come la protezione ambientale, la gestione delle risorse umane, la salute e la sicurezza sul lavoro, le relazioni con le comunità locali, le relazioni con i fornitori e i consumatori. Inoltre, nel codice di autodisciplina del Gennaio 2020 si fa riferimento allo sviluppo sostenibile, e ad un proficuo dialogo con gli azionisti e tutti i stakeholder. Nel codice di corporate governance compare anche la definizione di

successo sostenibile, definito come:” *obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*”. (Codice di Corporate Governance 2020, Pag 4).

Più in generale nelle definizioni di corporate governance o “governo societario”, si possono trovare alcuni riferimenti alla shareholder o alla stakeholder view. Tradizionalmente, la Corporate Governance (CG) è nata come un modello volto a proteggere gli investimenti degli azionisti dall’opportunismo dei manager. In letteratura ci sono diverse definizioni di CG:

Schleifer e Vishny definiscono la CG *“Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”* (1997, p.737); tale definizione fornisce una risposta breve ma chiara: un’azienda remunera i suoi proprietari, cioè i suoi azionisti.

John e Senbet (1998) propongono la seguente definizione: *“corporate governance deals with mechanisms by which stakeholders of a corporation exercise control over corporate insiders and management such that their interests are protected* (John e Senbet 1998, p. 372), Essi includono come stakeholder non solo gli azionisti, ma anche i debitori e altri stakeholder non finanziari come: impiegati, fornitori, clienti e altre parti interessate.

Possiamo trovare definizioni di corporate governance nelle indicazioni formulate dall’OCSE: *“Il governo societario è solo una componente del più ampio contesto economico nel quale operano le imprese definito, ad esempio, dall’azione delle politiche macroeconomiche e dall’intensità della concorrenza nel mercato dei prodotti e dei fattori. L’assetto di governo societario dipende anche dal contesto giuridico, regolamentare e istituzionale nel quale opera. Altri fattori, quali l’etica degli affari e l’attenzione delle imprese per le questioni ambientali e sociali rilevanti nelle aree in cui esse operano, possono incidere sulla sua reputazione e sui suoi risultati di lungo termine* (OCSE 2004, pag10). Quest’ultima definizione introduce anche il concetto di corporate governance legato alla sostenibilità, in particolare vista anche come driver importante per la reputazione aziendale.

Nonostante l’esistenza di definizioni eterogenee, tuttavia, spesso le definizioni di corporate governance vengono classificate in “strette” o “ampie”. La classificazione “stretto-ampio” si basa sulla misura nella governance aziendale si concentra essenzialmente sul soddisfare gli interessi dei soli azionisti o sul soddisfare gli

interessi più ampi di diversi gruppi di stakeholder (Sternberg, 2004). Nella seguente sezione andremo a definire più in dettaglio le differenze tra le due teorie.

## 1.2 Il dibattito tra Stakeholder e Shareholder Theory

Nella letteratura manageriale, il divario tra la stakeholder theory e la shareholder theory non è così netto come nella teoria del diritto. Secondo la teoria manageriale le due visioni possono essere interconnesse almeno in un'ottica di medio-lungo periodo (Baumfield 2016). L'idea che un'azienda dovrebbe avere un ruolo ampliato e responsabile verso altri stakeholder, oltre ai suoi proprietari, è molto più recente della teoria degli azionisti. Anche se i principi delle teorie degli azionisti e degli stakeholder differiscono, entrambi sono interessati allo scopo dell'azienda e alle strategie per migliorare la sua posizione competitiva.

Il dibattito fonda le sue prime radici dal 1776, anno in cui l'economista Adam Smith scrisse "La ricchezza delle Nazioni". In particolare A. Smith sosteneva la presenza di una "mano invisibile". Essa è in grado di regolare il mercato, dove tutte le imprese, seguendo il proprio *self-interest* hanno come obiettivo quello di massimizzare il loro profitto. Grazie alla concorrenza le imprese offrono prodotti di qualità migliore ad un prezzo minore. Il proprietario, agendo tramite il suo *self-interest* e facendosi guidare dal mercato, raggiunge obiettivi che non erano originariamente intenzionali, andando a migliorare anche il benessere sociale, creando occupazione, fornendo prodotti di qualità e migliorando l'innovazione. (Fonte: Treccani). Più in generale, il dovere morale dei manager fu messo in discussione dopo la grande depressione del 1929. Questo periodo è stato decisivo per il dominio della teoria del valore degli azionisti, e ha segnato l'inizio di infiniti dibattiti riguardanti la regolamentazione delle aziende. In particolare negli anni 30 del XX secolo iniziò il dibattito sui doveri fiduciari dei manager, dibattito intrapreso tra i due studiosi Adolf Berle ed E. Merrick Dodd. Il primo sosteneva che i doveri del manager avessero come soggetto beneficiario esclusivamente gli azionisti o *shareholder*, (Berle 1931). Opinione diversa era quella di Dodd, il quale sosteneva che i poteri manageriali dovevano essere usati a beneficio di tutti gli stakeholder (clienti, dipendenti, comunità locali, azionisti,) (Dodd 1932). Entrambi riconoscevano la supremazia degli shareholder rispetto agli altri portatori di interesse. Negli stessi anni, in "The Modern Corporation and Private Property" (1932) Berle e Means aprirono il dibattito sulla responsabilità d'impresa, affermando la separazione tra proprietà e controllo, andando a individuare verso quali soggetti si debba esprimere il "dovere morale" dei manager. Inoltre, Berle e Means studiando

un campione di imprese, notarono come l'atteggiamento del manager fosse guidato da un comportamento discrezionale, opportunistico. Il manager può comportarsi in modo discrezionale in quanto possiede più informazioni rispetto agli azionisti, (The modern corporation property Berle e Means 1932, e Zattoni 2006). Sulla base dei risultati della loro ricerca empirica, Berle e Means conclusero che gli azionisti di molte grandi società statunitensi erano diventati molto dispersi e che questo, insieme al fatto che la maggior parte di loro aveva poco interesse nella gestione quotidiana delle società, li aveva portati a perdere il controllo delle società in cui detenevano azioni. La proprietà e il controllo erano stati separati, lasciando sempre più società sotto il controllo effettivo dei loro manager. Questo, suggerirono Berle e Means, stava creando un serio problema di responsabilità manageriale. Le scoperte di Berle e Means riconoscevano i cambiamenti che stavano avvenendo nel mondo aziendale. Secondo i due autori, i manager delle public company avevano come unico scopo il profitto per il beneficio degli azionisti, un'affermazione che divenne molto popolare dopo l'introduzione della nozione di separazione di proprietà e controllo (Zattoni 2006). Solo nel 1955 Berle si mosse verso le "teorie istituzionaliste", riconoscendo l'importanza della correttezza delle azioni manageriali, oltre che quella del profitto (D'orazio 2003). Nello stesso periodo, precisamente nel 1953, Howard R. Bowen scrisse "Social Responsibilities of the Businessman (SRB)", Bowen 1953. Molti studiosi di business individuano in Bowen il padre fondatore della concezione accademica della responsabilità sociale dell'impresa, di cui parleremo in seguito.

### **1.3 Le teorie di Friedman e Freeman**

La teoria dell'azionista nella sua forma attuale è collegata più direttamente alla "Scuola di Chicago" dell'economia, in particolare a Milton Friedman e ai suoi colleghi, che hanno sostenuto per quasi quattro decenni che lo scopo principale dell'azienda è quello di massimizzare la ricchezza degli azionisti. La filantropia aziendale e altre attività non direttamente collegate alla generazione di ricchezza degli azionisti sono sia uno spreco di denaro degli azionisti che, potenzialmente, scelte immorali perché equivalgono a "ridurre i potenziali profitti" ai proprietari. Gli aspetti sociali, secondo questa visione, sono materia dello Stato e non dell'impresa, la quale non può gestire questi problemi in quanto causerebbe danno agli azionisti, diminuendone la loro ricchezza. Il business delle imprese è il business stesso, esse non possono gestire anche problemi etici e sociali, in quanto lo Stato ha

una miglior conoscenza, ed una miglior gestione di tali problemi. Tuttavia, Friedman non era mosso da principi non etici, ma vedeva una netta distinzione tra il business e l'etica, che dovevano essere gestite in maniera diversa, seppur la massimizzazione dovesse rientrare in principi etici dettati dallo Stato e dalla cittadinanza. (Friedman M. (1970), Pier Luigi Sacco Michele Viviani (2005)).

Inoltre, a partire dalla fine degli anni '70 e l'inizio degli anni '80, i ricercatori con basi in filosofia, psicologia, sociologia e gestione d'impresa hanno iniziato a presentare una nuova teoria dell'azienda che ha sfidato alcuni dei presupposti di base dell'economia classica e della teoria degli azionisti. In particolare, Archie Carroll e Ed Freeman teorizzarono che, prendendo in considerazione gli interessi di tutti gli stakeholder dell'azienda, l'azienda poteva fare "meglio" (ottenere maggiori performance) che concentrandosi semplicemente sugli interessi degli azionisti.

Edward Freeman, nel 1984 tramite la pubblicazione di *"Strategic Management: a stakeholder approach"* affrontò in maniera completa la teoria degli stakeholder.

Infatti, l'istituzionalista Freedman, sosteneva che non solo era moralmente corretto per le aziende prendere in considerazione come le loro attività avrebbero influenzato i loro stakeholder, ma che era anche strategicamente nel loro interesse farlo. Da allora, la considerazione accademica della teoria degli stakeholder ha attirato teorici da discipline diverse come il diritto societario, la gestione aziendale, la teoria dell'organizzazione, la teoria delle reti, la pubblica amministrazione e l'etica aziendale. I portatori di interesse secondo l'autore possono essere distinti in primari e secondari.

In particolare, gli stakeholder primari, aventi un maggior peso per la sopravvivenza aziendali possono essere rappresentati da: dipendenti, azionisti, fornitori, consumatori. I principali stakeholder secondari sono elencabili come sindacati, movimenti di protesta e stampa. Una visione ampia che ha come obiettivo quello di valutare i diversi punti di vista degli stakeholder. Le domande centrali della stakeholder theory sono due: Qual è lo scopo dell'azienda e quale responsabilità ha il management verso gli stakeholder (Freeman 1994, D'Orazio 2009). La prima può spingere il manager ad individuare e descrivere il valore creato dall'azienda e come questo possa essere riconducibile agli stakeholder. La seconda domanda pone il manager davanti alla scelta di come creare relazioni con i loro stakeholder per raggiungere l'obiettivo preposto. C'è da sottolineare che Niente di tutto questo dovrebbe essere visto come anti-Friedman. Dopo tutto come detto in precedenza, Milton Friedman teorizzava che le imprese massimizzassero i profitti all'interno

delle regole, e questo può includere o meno attività socialmente responsabili e che includano i vari portatori di interesse, a seconda dei risultati generati. La teoria degli stakeholder non si basa sul singolo gruppo di azionisti ma su qualsiasi gruppo o individuo che può influenzare o è influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell'organizzazione.

Il concetto di stakeholder è stato discusso anche negli anni '90. In particolare, Clarkson ha ristretto il concetto di stakeholder associandolo al rischio finanziario e non dei diversi portatori di interesse. In particolare, separando gli *stakeholder volontari*, che sopportano il rischio che hanno investito in maniera finanziaria o umana; dagli *stakeholder involontari*, i quali sopportano i rischi creati dalle imprese. (Clarkson 1994). Inoltre, descrivendo in maniera ancora più attenta gli stakeholder primari come soggetti fondamentali alla sopravvivenza dell'impresa, Clarkson delinea una forte interdipendenza tra stakeholder primari ed impresa, la quale crea ed implementa le sue strategie collaborando con i vari stakeholder, al fine di massimizzare il benessere di tutti i portatori d'interesse (Clarkson 1995). Donaldson e Preston (1998) hanno individuato una tassonomia della stakeholder theory, suddividendola in tre macro categorie:

1. *Descrittiva*: La quale indaga sul come ed in quale misura i portatori di interesse siano inclusi nelle scelte strategiche delle imprese;
2. *Strumentale*: che collega la stakeholder theory alla performance di impresa;
3. *Normativa*: Legata al dovere morale dei manager di rispettare i diritti di tutti gli stakeholder. (Di Carlo 2017)

#### **1.4 Creazione di valore e criticità delle due teorie**

Come detto in precedenza la teoria degli azionisti definisce il dovere primario dei manager di un'azienda come la massimizzazione della ricchezza degli azionisti (Berle e Means, 1932; Friedman, 1962). La teoria ha una elevata rilevanza nella comunità finanziaria accademica ed è un elemento fondamentale della teoria finanziaria aziendale. Nel modello dell'azionista, l'obiettivo dell'azienda è quello di massimizzare il valore attuale dei flussi di cassa futuri. Se il flusso di cassa che un'azienda dovrebbe pagare agli azionisti (sotto forma di dividendi o riacquisti di azioni<sup>1</sup>) nell'anno  $n$  è  $CF_n$ , ed il rendimento richiesto sul capitale è  $r$ , il valore

---

<sup>1</sup> Denominata anche buy back non può coinvolgere più del 10% del capitale sociale ed ha una durata massima di 18 mesi. Inoltre perché sia varato è necessaria l'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti .

intrinseco per azione<sup>2</sup> del capitale dell'azienda oggi  $V_0$  (Valore attuale) è definito dall'equazione (1).

$$V_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{CF_n}{(1+r)^n} \quad (1).$$

Il lato destro dell'equazione è legato al concetto di "lungo periodo" infatti evidenzia la natura legata ai flussi futuri; questo da un lato è in accordo con la visione di creazione di lungo periodo. Tuttavia, il modello dell'azionista è stato criticato perché incoraggia il pensiero manageriale a breve termine e potrebbe portare ad un comportamento non etico (Smith 2003). Secondo la teoria dell'azionista l'unico obiettivo dei manager è quello di aumentare la ricchezza degli shareholder, spesso i manager hanno incentivo formali ed informali per aumentare il prezzo delle azioni, ad esempio le stock option. Esse se usate correttamente possono essere un ottimo incentivo al fine di ovviare ai costi di agenzia<sup>3</sup>, ed avere un obiettivo aziendale con prospettiva di lungo periodo. In alcuni casi questi meccanismi sono stati criticati poiché al centro di scandali finanziari, ma sono un argomento al di là della teoria dell'azionista, ed inoltre punite dalla giurisprudenza. (Morris G. Danielson, Jean L. Heck, and David R. Shaffer 2008). Un chiaro vantaggio della teoria dell'azionista è la sua enfasi sulle metriche (ad esempio prezzo delle azioni) che sono prontamente disponibili e facilmente quantificabili, a differenza della teoria degli stakeholder. Un frequente punto di discordia tra gli azionisti e i garanti degli interessi di una società risiede nell'arco di tempo utilizzato per valutare la performance. Le persone che detengono azioni di un'azienda quotata in borsa tendono a concentrarsi sui risultati finanziari a breve termine, mentre un'azienda

---

<sup>2</sup> Valore percepito dagli investitori che può essere diverso dal valore di mercato  $P_0$

<sup>3</sup> Costi individuati dalla teoria d'agenzia. I contributi più importanti su questa teoria sono quelli di Jensen e Meckling (1976). I due autori definiscono una relazione di agenzia come "un contratto in base al quale una o più persone (i principali) ingaggiano un'altra persona (l'agente) per eseguire qualche servizio per loro conto, il che comporta la delega di qualche autorità decisionale all'agente". Essendo entrambe le parti (principale e agente) interessate a massimizzare la propria utilità, l'agente non agirà sempre nell'interesse del principale. Il principale avrà come funzione obiettivo una massimizzazione dello shareholder value di lungo periodo, diversa da quella dell'agente. La relazione tra azionisti e manager si adatta alla relazione d'agenzia, infatti i problemi legati alla separazione tra proprietà e controllo sono associati al problema d'agenzia ed ai relativi costi. Un ruolo fondamentale lo svolgono i contratti, infatti questa teoria ha le sue radici nella visione contrattuale dell'impresa, affrontata in primis da R.Coase nel 1937, e poi da Alchian e Demsetz (1972) i quali sottolineano i contratti come veicolo di scambio volontario. L'incompletezza contrattuale gioca un ruolo chiave nella teoria d'agenzia, incompletezza dovuta all'asimmetria informativa. (Jensen e mecklin 1976).

ben governata che cerca il successo a lungo termine e uno sviluppo veramente sostenibile mirerà a soddisfare i clienti, ad aumentare la responsabilità e la responsabilizzazione dei dipendenti e a creare relazioni stabili e basate sulla fiducia con i fornitori, il tutto con l'obiettivo di generare valore per l'azienda nel lungo periodo. Le imprese, al fine di soddisfare i portatori di rischio, devono essere in grado di creare flussi, ovviamente positivi, di ricchezza. Tali flussi devono essere garantiti anche nel futuro, al fine di creare valore nel lungo periodo. Quando si parla di creazione di valore occorre tener conto di tutti i portatori di interesse, ma in particolare, legando la creazione di valore alla performance aziendale, agli shareholder i quali, affidando i loro capitali al fine di ottenere un rendimento, hanno più rischi rispetto agli altri stakeholder. In un certo senso la creazione di valore nel lungo periodo si sostituisce al concetto di profitto, più vicino ad una concezione di breve periodo. Quindi le abilità manageriali ed imprenditoriali sono collegate alla creazione di valore, a volte affiancate da leve strategiche innovative.

La vera domanda, guardando la stakeholder view, è chiedersi se le aziende debbano andare oltre a quanto è stato chiesto loro e aggiungere la protezione degli interessi degli stakeholder alla missione che svolgono. Questa interrogazione, ci pone davanti ad uno dei principali problemi della stakeholder view, ovvero quali sono gli interessi degli stakeholder e come si misurano. Avere una funzione obiettivo multi-obiettivo riferita a tutti i portatori di interesse, risulta complessa da gestire. Ad esempio, un beneficio marginale in più per un dipendente come un aumento salariale, può causare un costo marginale in più al consumatore finale. Per capire come gestire le varie visioni conflittuali degli stakeholder, occorre accettare che i vantaggi ottenuti da alcuni gruppi sono compensati da svantaggi di altri. A volte si sostiene che la teoria degli stakeholder non richiede che un'azienda si concentri sulla redditività. Anche se l'obiettivo finale della teoria degli stakeholder è l'esistenza continua dell'azienda, deve essere raggiunto bilanciando gli interessi di tutti gli stakeholder, inclusi gli azionisti, i cui interessi sono solitamente indirizzati attraverso i profitti. (Smith2003). Jensen (2001) ha criticato la stakeholder theory, la quale non è in grado di scegliere e misurare l'importanza dei vari portatori di interesse. Al fine valutare in maniera migliore un *trade-off* utile a gestire i conflitti che possono nascere dai vari stakeholder (Jensen, 2001) ha sostenuto la "*Enlightened stakeholder theory*", in cui sostiene che la massimizzazione non nel breve, ma sul lungo periodo può essere una strategia vincente anche per l'azionista, ed in tal

modo si riesca anche a valutare in maniera migliore i vari interessi degli stakeholder, limitandone i conflitti. Sulla base della teoria di Jensen anche (Masera 2006), ha sviluppato un approccio inizialmente rivolto alle imprese bancarie, ma estendibile a tutte le tipologie di impresa. Tale approccio, concentrandosi sul valore creato, teorizza che la massimizzazione di tale valore, è legato sia al tempo che alla remunerazione degli azionisti, bilanciandolo con l'efficienza e la soddisfazione degli altri stakeholder. Un altro problema legato alla stakeholder theory è il concetto di "salienza" in parte superato dopo la classificazione di Mitchell et al. i quali hanno suddiviso gli stakeholder in base a tre principali attributi: *potere, legittimità ed urgenza*. Il potere può essere visto come la capacità degli stakeholder di influenzare l'organizzazione. La legittimità è un attributo legato alla moralità, dove le azioni delle imprese sono messe sotto osservazione, e possono essere viste come adatte, convenienti o appropriate a seconda delle norme, dei valori e delle credenze sociali. L'urgenza è riferita al concetto di tempo, nella misura in cui i manager ritardano ad occuparsi delle richieste degli stakeholder, i quali a volte richiedono un'attenzione immediata. La legittimità, come il potere, è una variabile piuttosto che uno stato costante, un attributo dinamico della relazione stakeholder-manager, anche l'urgenza non è un attributo costante ma può variare a seconda delle relazioni stakeholder-manager. Come è vero per il potere e la legittimità, l'urgenza è un fenomeno socialmente costruito e può essere percepito correttamente o falsamente dallo stakeholder, dai manager o da altri attori presenti nell'ambiente aziendale. (Mitchell, R. K., Agle, B. R., e Wood, D. J. 1997).

Un ultimo ramo della teoria legata agli stakeholder è il campo ormai quasi onnipresente e citato in precedenza, conosciuto come responsabilità sociale delle imprese (CSR). La responsabilità sociale negli ultimi anni è stata affiancata dai criteri ESG, di cui parleremo in maniera più approfondita nei prossimi capitoli. La visione degli stakeholder del ruolo del business nella società e lo studio della CSR includono le azioni che un'azienda intraprende in relazione ad altre istituzioni e circoscrizioni. Per esempio, la CSR può significare promuovere l'integrità ambientale, lo sviluppo economico e la giustizia sociale come parte della strategia globale dell'azienda.

## 1.5 Corporate Social Responsibility

Il concetto di RSI o CSR, inizialmente ritenuto dannoso per le performance aziendali, sta diventando sempre più una pratica fondamentale per le strategie aziendali, in particolare unito al concetto di sostenibilità. La RSI, nel corso degli anni ha guadagnato un importante ruolo nel dibattito pubblico ed è diventata una questione strategica che influenza il business delle imprese. Diverse iniziative internazionali come quelle intraprese dall'ONU e dal Economic Cooperation and Development (OECD) evidenziano sempre di più come le imprese debbano perseguire i loro obiettivi in modo responsabile. (Policy Department for Citizens' Rights and Constitutional Affairs UE).

Il punto di partenza della responsabilità sociale d'impresa è riferibile al 1953, anno in cui Howard R. Bowen scrisse "Social Responsibilities of the Businessman (SRB). La SRB definisce la responsabilità sociale come "*gli obblighi degli uomini d'affari di perseguire quelle politiche, prendere quelle decisioni o seguire quelle linee d'azione che sono desiderabili in termini di obiettivo e valori della nostra società*" (Bowen, 1953, p. 6). Gli uomini d'affari (manager e direttori) secondo questa visione, dovevano riconoscere le implicazioni sociali e la loro interazione con il mondo del business. Nel 1978 Bowen continuò a sostenere le sue teorie sulla responsabilità sociale, in particolare mettendo in evidenza l'importanza della volontarietà legata alla responsabilità sociale d'impresa. (Aurélien Acquier, Jean-Pascal Gond, and Jean Pasquero 2011). Negli anni '60 uno dei maggiori esponenti della CSR fu Davis con il suo lavoro noto come "*iron law of responsibility*". Davis vede la responsabilità ed il potere come concetti uniti in maniera salda tra di loro. Gli attori economico-sociali di Davis si distanziano dall'homo econominus<sup>4</sup> della teoria neoclassica (Zarri 2009). Inoltre, Davis nel 1973 sosterrà anche l'idea della volontarietà della CSR, orientata cioè oltre i limiti di legge. Se da un lato la volontarietà ha costituito un elemento importante della responsabilità sociale, anche il suo legame con alcuni aspetti della stakeholder view sono risultati di particolare interesse. In particolare, un legame tra responsabilità di impresa e stakeholder theory si può trovare nella piramide di Carrol.

---

<sup>4</sup> Definito per la prima volta da J.S Mill, l'homo econominus rappresenta in modo astratto l'individuo che all'interno del contesto sociale segue motivazioni economiche, senza interagire con fattori esogeni come: costumi e regole morali, al fine di massimizzare la propria ricchezza. (Treccani)

Carroll ha notato che le aziende hanno quattro responsabilità principali: *economica* per generare ricchezza per gli azionisti, *legale*, per obbedire a leggi e regolamenti, *etica*, per riconoscere che l'azienda è parte di una comunità, e quindi ha obblighi e un impatto sugli altri, e infine *discrezionale* per impegnarsi nella filantropia. Ciononostante, la responsabilità economica è ancora primaria, cioè "il business degli affari è business". Allo stesso modo, Freeman sostiene che la generazione di profitto dovrebbe essere il risultato di un'azienda ben gestita (proprio come Carroll e Friedman). A differenza di Friedman, tuttavia, sia Carroll che Freeman credono che se un'azienda crea valore per i suoi stakeholder, creerà valore anche per i suoi azionisti. La distinzione delle principali caratteristiche della CSR fu originariamente pubblicata nel 1979. Nel 1991, Carroll estrasse la definizione in quattro parti e la rifuse nella forma di una piramide della CSR. La piramide è stata scelta come disegno geometrico perché è semplice, intuitiva e costruita per resistere alla prova del tempo. Di conseguenza, la responsabilità economica è stata posta come base della piramide perché è un requisito fondamentale negli affari. Metaforicamente l'autore rappresenta la responsabilità economica come le fondamenta di un edificio, le quali devono essere forti per sostenere l'intera struttura, allo stesso modo la redditività deve essere forte per sostenere le altre aspettative della società sulle imprese. Il punto fondamentale è che l'infrastruttura della RSI è costruita sulla premessa di un business economicamente sano e sostenibile. (Carroll 2016)

### **Responsabilità economiche**

La responsabilità più importante, dove l'obbligo verso l'azionista è quello di generare ad esso un ritorno. La società riveste un ruolo chiave, in quanto le imprese hanno una responsabilità economica verso essa. Nelle sue origini la società vede le imprese come organizzazioni commerciali in grado di produrre beni e servizi, utili a soddisfare i bisogni della società. Le imprese come incentivo ottengono i profitti. Allo stesso modo i profitti sono necessari sia per ricompensare gli azionisti, sia per la crescita aziendale laddove essi vengano reinvestiti.

### **Responsabilità Legali**

La società ha anche stabilito le regole minime alle quali ci si aspetta che le imprese operino. Queste includono leggi e regolamenti, che pongono l'attenzione sull'etica in quanto articolano nozioni fondamentali di pratiche commerciali corrette. Alcuni esempi possono essere: eseguire in modo coerente con le aspettative del governo e della legge, adempire a tutti gli obblighi legali nei confronti di tutti i portatori di interesse della società, fornire beni e servizi che soddisfino i requisiti minimi legali.

## **Responsabilità etiche**

Per riconoscere l'importanza dell'impresa sugli altri portatori di interesse, mettendo in evidenza l'impatto che l'impresa genera sulla collettività. Le leggi sono necessarie ma non sufficienti, la società si aspetta che le imprese stesse operino i loro business in modo etico, in modo da avere imprese responsabili andando oltre alle aspettative di responsabilità legali. Riconoscere che l'integrità aziendale e il comportamento etico vanno oltre il semplice rispetto delle leggi e dei regolamenti (Carroll 1991)

## **Responsabilità filantropiche**

La filantropia aziendale include tutte le forme di donazione aziendale. È un concetto legato alla volontarietà ed alla discrezionalità. Anche se a volte c'è una motivazione altruistica per le donazioni aziendali, la maggior parte delle aziende si impegna nella filantropia come un modo pratico per dimostrare la loro buona cittadinanza.

La responsabilità economica è richiesta dal business della società, quella legale è richiesta al business della società, la responsabilità etica è attesa dal business della società, ed infine quella filantropica è desiderata dal business della società. (Carroll 1979, 1991).

In conclusione se da un lato la CSR, a partire da Bowen e Davis (1960), viene vista come un concetto dove le decisioni aziendali socialmente responsabili possono essere giustificate da lunghi e complicati processi, i quali possono avere una buona probabilità di portare un guadagno a lungo termine all'impresa, ripagando così la sua visione socialmente responsabile. La responsabilità sociale integrata con gli sforzi di sostenibilità può aggiungere valore all'azienda migliorando alcuni aspetti come: l'efficienza operativa e la riduzione dei costi, la riduzione normativa, l'aumento dei costi della concorrenza, il miglioramento del rischio ambientale e la riduzione delle emissioni, una gestione superiore del rischio sociale attraverso la creazione di valore condiviso tra i vari stakeholder. Tuttavia, la CSR non è esente da critiche. Infatti, persistono argomenti contrari secondo i quali le attività di CSR influiranno negativamente sulla performance finanziaria dell'azienda perché:

1. Le considerazioni di sostenibilità rappresentano vincoli aggiuntivi sulla tecnologia di produzione che costringono le aziende a scelte subottimali, non andando a massimizzare il profitto.

2. Gli obiettivi di CSR spostano l'attenzione del management e filtrano le risorse dalle attività e dagli investimenti che migliorano la produttività, al fine di migliorare solo la responsabilità sociale limitando la produzione.

3. I manager si impegnano in attività di CSR per promuovere la loro reputazione a costo degli investitori.

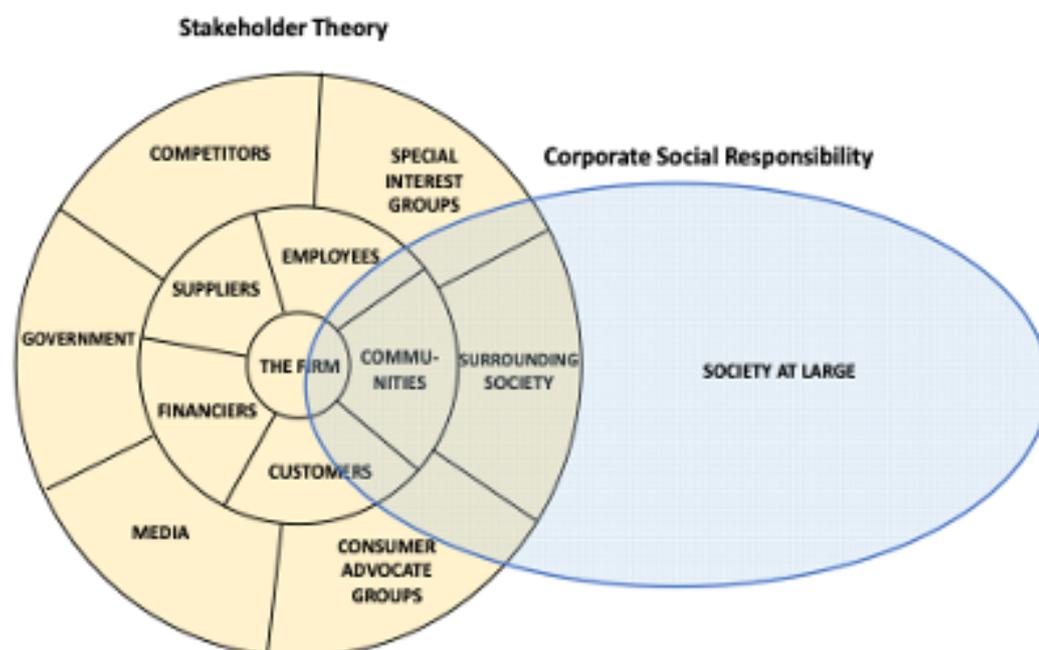
4. Le attività di CSR sono "beneficenza" aziendale a costo degli azionisti, i quali non traggono alcun beneficio da tale operazione. (Joshi e Li 2016). In particolare, questo ultimo punto si collega alla visione della scuola di Chicago, in particolare a Friedman, il quale sosteneva che la CSR era essenzialmente un'idea immorale, che violava i diritti dei "proprietari" delle imprese (Friedman, 1970).

## **1.6 CSR E STAKEHOLDER**

L'etica aziendale vede come concetti principale la CSR e la teoria degli stakeholder. Alcuni studiosi hanno ipotizzato che le due teorie siano un sottoinsieme dell'altro (Garriga e Mele 2004) ed altri vedono la CSR e la stakeholder theory come complementari o addirittura in qualche modo in competizione su alcuni aspetti (Freeman). In particolare, Freeman vede la teoria degli stakeholder e la CSR come concetti distinti con alcune sovrapposizioni. Una delle sovrapposizioni principali è l'importanza di incorporare gli interessi della società nelle scelte aziendali. I due concetti in parte differiscono poiché secondo la teoria degli stakeholder, la società è una parte importante, ma fa parte di una tra le varie responsabilità aziendali, ed è associabile non a tutti gli stakeholder. Tuttavia, la CSR pone l'attenzione all'orientamento del business verso la società in generale. Infatti, si concentra su una corrente di responsabilità del business: la responsabilità verso le comunità locali e la società in generale, per assicurare che il business faccia il suo dovere. Anche se a volte le responsabilità sociali potrebbero essere organizzate per altri stakeholder, l'orientamento sociale prevarrebbe ancora lì.

La figura 1.1 fornisce una descrizione grafica della relazione tra stakeholder e corporate social responsibility secondo Freeman. Nella circonferenza più interna si possono osservare gli stakeholder primari, e in quella più esterna i secondari. La CSR comprende alcuni stakeholder primari come le comunità locali, ed in parte i consumatori e dipendenti.

**Figura 1.1:** Relazione tra stakeholder theory e corporate social responsibility



**Fonte:** Freeman, *Emerging Issues in Management*, 2017.

La stakeholder view fornisce una visione più ampia, di come l'impresa debba operare in generale, stabilendo la responsabilità dell'azienda verso tutti i portatori di interesse, in tal senso possiamo parlare di *responsabilità aziendale*; integrando questi concetti con la società, e quindi interpellando la CSR possiamo parlare più nello specifico di responsabilità sociale aziendale. Infatti, la CSR si occupa in particolare di questioni legate alla società, ad esempio il miglioramento delle condizioni ambientali. Se facciamo riferimento a termini più "interni" alla gestione aziendale come, ad esempio, creare partnership affidabili con fornitori o informare gli azionisti sulle decisioni strategiche con maggior trasparenza, questi sono temi legati alla responsabilità aziendale, quindi più vicine ad un'ottica di creazione di valore per tutti gli stakeholder, e non solo di responsabilità sociale. (Freeman 2017)

## 1.7 Corporate governance, CSR e Sostenibilità, l'importanza dell'innovazione.

La sostenibilità non è un concetto nuovo. Nel 1713 fu pubblicata la monografia *Sylvicultura oeconomica*, nella sua monografia, Hanns Carl von Carlowitz ha considerato come fare un uso sostenibile del legno. A partire da questo concetto la sostenibilità si è evoluta notevolmente, in particolare a partire dalla fine del 1900. Più recentemente, nel 2015, l'Assemblea generale delle Nazioni Unite (ONU) ha individuato 17 obiettivi di sviluppo sostenibile e 169 obiettivi per le persone, il pianeta e la prosperità. Il documento è entrato in vigore il 1 ° gennaio 2016 e costituirà la mappa strategica per i responsabili delle decisioni nel settore pubblico e privato fino al 2030. Un ruolo fondamentale per tutte le aziende è quello di integrare gli obiettivi ONU nelle pratiche aziendali. In particolare, l'Istat ha raggruppato i diversi obiettivi nelle tre dimensioni come si evince dalla Figura 1.2 sottostante. Questa classificazione è stata effettuata dopo un costante monitoraggio durato circa otto anni, nel periodo 2010-2018 (Istat 2020).

**Figura 1.2:** Classificazione Istat dei 17 obiettivi ONU



**Fonte:** Istat 2020, rapporto SDSs 2020 informazioni statistiche per l'agenda 2030 in Italia

Gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) definiscono le priorità e le aspirazioni dello sviluppo sostenibile globale per il 2030 e cercano di mobilitare gli sforzi globali intorno a un insieme comune di obiettivi e traguardi. Gli SDGs richiedono un'azione mondiale ed una cooperazione tra governi, imprese e società civile, includendo le imprese nella soluzione del problema e non venendole solo come

“parte del problema”. In questo contesto la sostenibilità si integra nelle scelte aziendali, andando a dar forma alla corporate sustainability. La corporate sustainability (CS) è un modello di gestione e governo aziendale relativamente nuovo che fa leva sulle aspettative degli stakeholder e sul perseguimento delle norme etiche al di là degli obblighi previsti dalla legge. Nelle strategie sostenibili i driver fondamentali sono quindi: soddisfacimento degli stakeholder, rispetto delle norme ambientali e sociali ed uso dell’innovazione. Ovviamente la sostenibilità, nel processo di creazione di valore deve essere veicolata da monte fino a valle della filiera. In quest’ottica la creazione di valore dipende da diversi fattori come ad esempio: un’adeguata attenzione alla performance finanziaria, al fine di remunerare i portatori di rischio; miglioramento delle condizioni lavorative dei dipendenti, aumento della qualità dei prodotti, ottenuti tramite un adeguato aumento innovativo, ed infine anche il mantenimento di relazioni con fornitori e altri stakeholder come banche e assicurazioni. (Perrini 2013)

La CS per quanto volontaria, non va confusa con la filantropia aziendale. Oltre alle opportunità che la sostenibilità sblocca, essere leader nell’implementazione di strategie sostenibili può migliorare fortemente la percezione dell’azienda tra i clienti. Diversi studi mostrano la crescente preferenza dei consumatori per i marchi che possono dimostrare le loro credenziali di sostenibilità. Questo è vero anche nel settore business to business dove le gare d’appalto spesso richiedono dettagli sulle iniziative ambientali e di CSR. (David Grayson et al. 2008). In generale la sostenibilità non è solo associabile alle CSR, ma negli ultimi anni è diventata un driver di business importante e impattante in generale in molte scelte della corporate governance aziendale. La CG è un elemento chiave al fine di raggiungere la performance economica e la crescita, con l’obiettivo di aumentare la fiducia degli investitori. Inoltre, permette di creare organizzazioni in grado di pianificare, monitorare e raggiungere gli obiettivi aziendali prefissati. La CG, integrata con la sostenibilità (intesa come strategia aziendale), ha lo scopo di permettere il soddisfacimento di obiettivi di lungo termine senza inficiare sulle performance e sulla competitività aziendale. Tale strategia si basa su tre principali aspetti: economici, sociali ed ambientali. (Kocmanová, Hřebiček, Dočekalová 2011).

## 1.8 I tre pilastri della sostenibilità: economia, ambiente e società

Le dimensioni fondamentali su cui si basa la sostenibilità sono tre: sociale, economica e ambientale. Un ruolo importante nella gestione della sostenibilità è quello della valutazione dei vari trade-off tra le tre dimensioni, in quanto è molto complesso, se non impossibile, massimizzare tutte le grandezze contemporaneamente. La dimensione *economica*, legata al reddito, ha come principale obiettivo quello di aumentare i consumi di beni e servizi, al fine di migliorare il benessere umano. La dimensione *ambientale*, spesso associata in modo più diretto alla sostenibilità, mira ad un miglioramento delle condizioni ambientali, ad esempio attraverso una diminuzione delle emissioni ad effetto serra, ed una miglior efficienza energetica. Infine, la dimensione *sociale* si basa sul concetto di equità, in riferimento condizioni di benessere umano e di livello di consumo o del prodotto interno lordo (PIL). Tuttavia, al fine di integrare le esternalità negative associate alla produzione ed al consumo di beni e servizi, nel corso degli ultimi anni si è sviluppato anche un altro indicatore, il PIL equilibrato, il quale sottrae alcune esternalità negative al valore del PIL.

Allo stesso tempo la dimensione sociale della sostenibilità riguarda il benessere delle persone e delle comunità come forma non ecologica di ricchezza. Il problema della sostenibilità è quello di trovare un equilibrio tra i "bisogni" personali e sociali e la capacità della natura di sostenere la vita e l'attività umana, così come gli ecosistemi. Questa dimensione sociale della sostenibilità è diventata più evidente, dimostrata dall'aumento della sfiducia del pubblico verso le pratiche commerciali, esemplificata dagli scandali, come quelli che hanno coinvolto Enron, così come dalle maggiori aspettative del pubblico verso le aziende di fare di più per il benessere sociale. Infine, il recente tracollo economico, iniziato nel 2008 con il crollo delle istituzioni finanziarie di Wall Street, ha portato nuova attenzione alla sostenibilità economica in tutto il mondo. Di conseguenza, con l'eco della recessione economica globale, i consumatori e la società sono profondamente e urgentemente preoccupati per la sostenibilità economica a causa della paura di una diffusa perdita di posti di lavoro, dell'insicurezza e del rischio finanziario per i governi e i programmi pubblici.

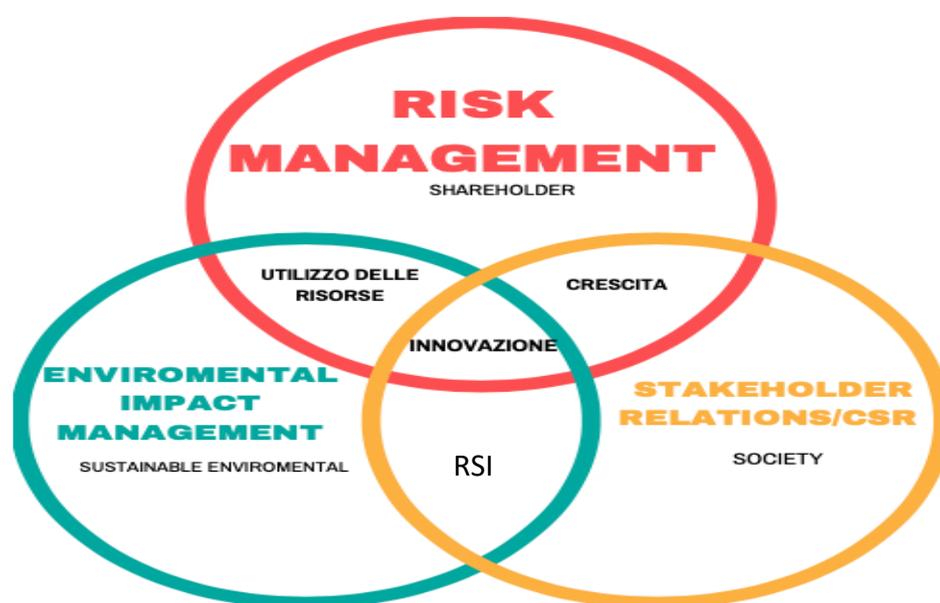
In generale quando parliamo di sostenibilità, abbiamo un equilibrio non statico, ma dinamico in grado di gestire e spostare l'equilibrio in base ai vari pesi relativi alle dimensioni.

Guardando queste dimensioni “lato azienda” parliamo di *triple Bottom Line*, termine coniato da Elkington (1997). Le tre dimensioni sono anche chiamate le tre P: persone, pianeta e profitti. Il concetto di TBL fa perno sulle strategie a lungo termine per le aziende che operano con l'intento di una transizione verso la sostenibilità, basandosi su tre importanti dimensioni dello sviluppo sostenibile: qualità ambientale, equità sociale e benefici economici. Il modello più comunemente accettato per descrivere la sostenibilità ed il TBL è il modello delle sfere annidate, chiamato anche spiegazione del diagramma di Venn. La sostenibilità può essere illustrata come il luogo in cui le tre dimensioni si sovrappongono. Tuttavia, uno dei limiti di questo approccio è che non mostra i livelli di gerarchia tra le tre dimensioni. (Correira 2019). L'ambizione della sostenibilità di affrontare questi obiettivi multipli simultaneamente provoca tensioni, poiché il progresso su una questione di sostenibilità potrebbe avere effetti dannosi per altre questioni di sostenibilità. Inoltre, la sostenibilità si basa su un orientamento a lungo termine per includere i bisogni delle generazioni future invece del focus spesso a breve termine delle aziende (Tobias Hahn , Frank Figge , Jonatan Pinkse/Lutz Preuss, 2017)

La CS è necessaria al fine di mitigare rischi operativi e richieste da parte dei consumatori.

Nel mondo del business, il corretto uso delle risorse, efficiente gestione dei rifiuti, l'attenzione al cambiamento climatico ed altre mitigazioni ad esternalità negative, sono entrate a far parte della mission aziendale. Immaginandoci uno schema simile a quello della sostenibilità, ma riferito a shareholders, management ambientale e società, possiamo ottenere un diagramma come quello nella figura 1.3. I tre fattori chiave per il valore aggiunto si combinano, in una “trippla linea di fondo” guidati dall'innovazione. Al fine di migliorare le performance aziendali, l'innovazione (ottimizzazione delle risorse, sviluppo e crescita dell'impresa) aiuta i manager, che sempre più spesso si trovano ad affrontare nuovi rischi, non sempre di tipo economico, che possono impattare sui profitti. Inoltre, in questa ottica, i manager si trovano ad integrare strategie meno impattanti a livello ambientale, ed in grado di valutare bisogni di diversi stakeholder.

**Figura 1.3:** Tripla linea di fondo e richieste investitori, ambiente e società



**Fonte:** David Grayson et al 2008, a new mindset of corporate responsibility ed elaborazione propria.

Oggi molte delle aziende leader nel mondo stanno facendo passi significativi non solo per migliorare la loro performance di sostenibilità, ma anche per trasformarla in una parte centrale della loro offerta e identità e guidare i loro processi di innovazione. Oltre alle opportunità che la sostenibilità sblocca, essere leader nell'implementazione di strategie sostenibili può migliorare fortemente la percezione dell'azienda, dove le gare d'appalto spesso richiedono dettagli sulle iniziative ambientali e di CSR (David Grayson et al 2008). Quando i consumatori percepiscono che un'azienda si sta comportando in modo non etico, possono fare pressione attraverso canali privati o pubblici, inducendo l'azienda a modificare le proprie strategie per incorporare le loro preoccupazioni. Infatti, negli ultimi anni le imprese hanno cercato di prevedere le richieste dei consumatori riferite a comportamenti responsabili ed etici sul mercato e sulla produzione. Questo può portare ad un aumento degli acquisti e conseguentemente a maggiori profitti oltre che aumentare la reputazione dell'azienda. L'integrazione dei principi di sostenibilità da parte della governance richiede che essa abitui il management ad

integrare tali principi nella visione strategica, guidata progressivamente dall'innovazione e dal coinvolgimento di più figure aziendali.

Le imprese, in quest'ottica, non guardano ad un ritorno immediato, ma hanno obiettivi di medio-lungo periodo. Spesso gli obiettivi sono correlati con i bisogni dei singoli stakeholder, i quali sono costantemente monitorati. I report aziendali, da sempre basati su variabili economico-finanziarie, stanno assumendo una dimensione più ampia con indicatori extra-finanziari al fine di valutare il livello di soddisfazione dei clienti, fornitori e quantificare il rischio di non soddisfacimento in termini monetari e di perdita di brand reputation. I principali strumenti al fine di riportare informazioni extra-finanziarie si basano su criteri che nel corso degli anni stanno sostituendo il termine CSR, essi sono i criteri ESG, Environmental, Social and Government, il loro principale obiettivo è quello di "misurare" il livello di sostenibilità aziendale tramite numerosi KPI. Nel prossimo capitolo descriveremo in modo più puntuale tali rendicontazioni in particolare ci concentreremo sulle tematiche ESG<sup>5</sup>, oltre a definire le principali politiche nazionali ed internazionali in merito ai cambiamenti climatici, che giocano un ruolo fondamentale nel primo pilastro ESG.

---

<sup>5</sup> Sia lato azienda come strategia e accountability, che lato investitore, parlando più in generale di finanza sostenibile.

# CAPITOLO 2

## Descrizione dei criteri ESG (Environmental, Social and Government)

### 2.1 Criteri ESG introduzione

La parola ESG è stata introdotta nel 2005, quando uno studio chiamato "Who Cares Wins" ha iniziato ad introdurre dei metodi per incorporare gli aspetti ESG nel mercato dei capitali.

Il punteggio ESG di un'azienda riporta la sua performance verso l'obiettivo dello sviluppo sostenibile. La rendicontazione ESG copre diversi argomenti, tra i quali l'uso delle fonti dell'azienda, le risorse naturali, i diritti umani, livello di corruzione, investimenti nelle relazioni con la comunità, ecc.

Più in generale l'acronimo ESG (Environment, Social, Governance) rappresenta i criteri aziendali di natura non finanziaria, che misurano e valutano l'impatto ambientale (E), l'impatto sociale nelle scelte di business aziendali (S) e aspetti di buona gestione e di governance in generale (G). In Europa sempre più aziende redigono dichiarazioni di carattere non finanziario e bilanci di sostenibilità, seguendo le linee guida europee ed internazionali.

Le misure ESG mirano ad individuare ulteriori dimensioni della performance aziendale, non direttamente rivelabili da dati contabili. I manager e gli investitori possono usare queste informazioni per reperire conoscenza su reputazione, qualità, sicurezza del posto di lavoro e strategie aziendali. Inoltre, tramite i criteri ESG si può valutare la capacità di gestione dell'azienda e di risk management, andando a comprendere se l'impresa ricopre una posizione di business competitiva e caratterizzata da ritorni costanti nel tempo, creando valore sostenibile.

Per quanto riguarda il risk management, nell'ultimo decennio, secondo i dati del World economic forum, i rischi nell'ambito delle imprese si sono spostati da rischi puramente economici a rischi economici, ambientali e catastrofici. Inoltre, è stato dimostrato che il profilo delle imprese in linea con i criteri ESG, riduce il profilo di rischio dell'impresa stessa, generando un aumento del valore dell'azienda ed un aumento del prezzo delle azioni. (Sole 24 ore)

### **Integrazione di nuovi rischi: il rischio climatico**

Il rischio climatico è ormai entrato a far parte dei rischi aziendali, l'obiettivo di una buona strategia aziendale è quello di mitigare tale rischio, ormai diventato

impattante nei business model aziendali, poiché essendo proiettato nel lungo periodo genera grande incertezza. La BCE ha individuato due principali rischi legati al climate change:

1. **Rischio fisico:** Riferito all'aumento sia in frequenza che in entità di disastri legati a calamità naturali. Questo danno potrebbe interrompere il processo di produzione nel breve termine e potenzialmente portare al fallimento dell'azienda nel lungo termine.
2. **Rischio di transizione:** Impatto negativo associato all'introduzione di politiche mirate alla riduzione di emissioni di gas ad effetto serra. Il rischio di transizione può minare le attività minerarie, energetiche e manifatturiere, le quali corrispondono ai settori a più alta intensità di carbonio, il che significa che le imprese che operano in questi settori potrebbero essere influenzate negativamente dalle politiche di riduzione delle emissioni, soprattutto se la transizione verso un'economia verde avvenisse in modo rapido. (Luis de Guindos 2021) e (Banca Centrale Europea 2020).

Una buona gestione del rischio, e più in generale un miglioramento dei criteri ESG, permette di pianificare in modo più puntuale le attività aziendali, valutando rischi non finanziari, andando a mitigare l'esternalità negativa<sup>6</sup> da esse generate. In particolare, nella rendicontazione di carattere non finanziario si utilizzano una serie di indicatori puntuali per ogni lettera dell'acronimo ESG.

---

<sup>6</sup> Per esternalità s'intende l'effetto esercitato dall'azione di un agente su un altro agente. Il concetto di esternalità è collegato alla funzione d'utilità. Si possono distinguere due tipologie di esternalità: negativa e positiva. Un esempio di esternalità negativa è l'inquinamento dove un'impresa che inquina trovando giovamento da tale pratica, aumenta la propria utilità, ma distrugge l'utilità dell'agente B. Dal punto di vista economico, le esternalità rappresentano una forma di fallimento del mercato, ovvero esistono perché non esiste un mercato in grado di assegnare a tali risorse un prezzo. In tal modo non si riesce ad individuare un'allocazione ottima di queste risorse. In questo modo non viene massimizzato il benessere collettivo, ma l'agente A (inquinatore) ha dei benefici superiori. Al fine di considerare in maniera quantitativa tali costi, Pigou ha teorizzato il pagamento di una tassa. L'utilizzo di una tassa, in una visione ottimale, riduce i benefici dell'agente di A, il quale trae un maggior beneficio a diminuire la produzione, il che riesce a spostare benefici e costi in un punto in cui l'esternalità risulta essere ottima, ed il benessere collettivo massimizzato. A differenza di Pigou, Coase non vede il regolatore come soluzione dell'esternalità, ma predilige l'uso della contrattazione. Infatti, secondo Coase, il problema dell'esternalità può essere risolto usando diritti di proprietà ed i contratti, in cui il "danneggiato" possa essere risarcito dal danneggiante, andando a minimizzare l'intervento del regolatore. Si può affermare che l'utilizzo della contrattazione si scontra con un aumento dei costi, in particolare quelli di transizione, che rendono difficile reperire informazioni e la negoziazione contrattuale. (Di Giulio 2007)

Le imprese con elevati punteggi ESG riescono a prendere decisioni di lungo termine utili per il successo competitivo, integrando come detto in precedenza la sostenibilità nelle proprie strategie, comprendo bisogni relativi a diversi stakeholder.

Il fattore E, ovvero quello ambientale interessa sia gli stakeholder interni (ad es. dipendenti) che stakeholder esterni (comunità locali, governi, azionisti, clienti, ecc.). In questo scenario le imprese devono mitigare l'esternalità ambientale (negativa). Lo screening ambientale è principalmente legato all'uso delle risorse, alle emissioni, l'efficienza energetica e l'innovazione. Questo include l'approccio e le prestazioni dell'azienda sul riciclaggio, la gestione dei rifiuti, le emissioni di gas serra, il cambiamento climatico e altri tipi di impatto ambientale, garantendo all'azienda risparmio ed una maggior reputazione. Per quanto riguarda le esternalità ambientali da mitigare possiamo individuare : Inquinamento, esaurimento delle risorse naturali; degrado dell'ambiente naturale; ottenere prodotti o servizi in un modo dannoso per l'ambiente naturale; mancanza o problemi con l'equilibrio a lungo termine dell'ecosistema, inadempienza del codice di buona pratica nell'ambito della CSR; attività limitate (politiche, organizzative, innovazione) o poco efficaci per la riduzione dell'inquinamento acustico, inquinamento dell'acqua, e l'effetto serra.

Le questioni dello schermo sociale (S) sono associate alla cura della forza lavoro, ai diritti umani, agli interessi della comunità e alla responsabilità del prodotto. Questo include la capacità dell'azienda di generare fiducia e lealtà con i suoi stakeholder, come i clienti, la società e i governi. Si possono individuare diverse caratteristiche del criterio S:

1. Responsabilità sociali, indirizzate verso una gestione socialmente responsabile in macrocategorie, simili a quelle individuate da Carroll nella sua piramide (economiche, legali, etiche, discrezionali).
2. Reattività sociale aziendale (velocità di risposta ad eventi esogeni)
3. Questioni sociali (Rivolte a consumatori, ambiente, sicurezza dei prodotti, discriminazione/ sicurezza dei dipendenti e azionisti). (Peng, Isa 2020).

C'è da sottolineare che la performance sociale aziendale è associata positivamente alla performance economica attraverso la pubblicità, infatti tramite una buona comunicazione delle attività socialmente positive, si possono raggiungere un

maggior numero di stakeholder (in particolare consumatori), garantendo una maggior competitività all'impresa. (Tarmuji and Maelah 2016)

In questo caso le esternalità "sociali" da mitigare possono essere: Condizioni poco soddisfacenti per la comunità locale, mancanza di accettazione sociale per certi tipi di produzione, l'assenza di principi che garantiscano la sicurezza pubblica e la protezione della natura in generale, lo scarso impegno a garantire un reddito equo mantenendo il più possibile l'occupazione, problemi sanitari dei dipendenti e dei consumatori, disparità di genere ed esclusione sociale.

Le tematiche inerenti alla governance (G) riguardano l'interesse e il benessere del management e degli azionisti e la responsabilità sociale dell'azienda, strettamente collegata con i parametri sociali ed ambientali. Questi includono l'impegno e l'efficacia dell'azienda nel seguire i principi delle migliori pratiche di governance aziendale e l'integrazione della dimensione finanziaria, sociale e ambientale nei suoi processi decisionali quotidiani.

La visione e la strategia devono essere condivise con tutti gli stakeholder e coordinate con le misure economiche (finanziarie), sociali e ambientali nelle sue procedure quotidiane di scelta. Infine per quanto riguarda le esternalità negative legate alla governance possiamo individuare: Produzione in quantità insoddisfacente, bassa qualità e rendimento insoddisfacente, investimenti e produzione riferite esclusivamente ad energia tradizionale, livelli alti di inquinamento nella fase di funzionamento degli impianti energetici, idrici e fognari; diminuzione dei ricavi, aumento del consumo energetico nella produzione; aumento della domanda di risorse a causa della mancata pianificazione di investimenti green. (Ziolo et al 2019).

## **2.2 Reportistica ESG**

Le principali informazioni sui dati di carattere non finanziario sono reperibili sui siti web aziendali, in particolare consultando tools specifici come il bilancio di sostenibilità o la dichiarazione di carattere non finanziario. Non vi è ancora uno standard specifico su come questi dati debbano essere implementati e pubblicati dalle imprese questo genera una rumorosità maggiore nei dati, tale rumorosità ha un effetto a cascata anche sui dati delle società di rating, di cui discuteremo nel capitolo successivo.

Nell'UE, sotto *Direttiva 2014/95/UE*, le grandi imprese (più di 500 lavoratori) sono tenute a pubblicare relazioni sulle loro politiche in materia di protezione ambientale, responsabilità sociale e trattamento dei dipendenti, rispetto dei diritti umani, anticorruzione e corruzione, diversità sui membri del consiglio di amministrazione. Inoltre, se le imprese non dovessero godere di tali politiche dovrebbero descriverne la ragione su tale documento di natura non finanziaria. (Fonte: Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014).

In tale documento le imprese devono allegare una breve descrizione del proprio modello di business, delle politiche ed i relativi risultati. Inoltre, vista l'importanza sia lato azienda che investitore relativa ai rischi, le imprese devono anche descrivere i principali rischi, oltre ad una serie di indicatori utili a valutare i tre aspetti ESG.

I dati di carattere non finanziario non rientrano tra i dati relativi ai bilanci d'esercizio, ma sono sempre più di fondamentale importanza per valutare la trasparenza aziendale, a favore degli investitori; ed al fine di favorire una maggior reputazione all'impresa garantendo un rapporto di lungo periodo basato sul "brand loyalty".

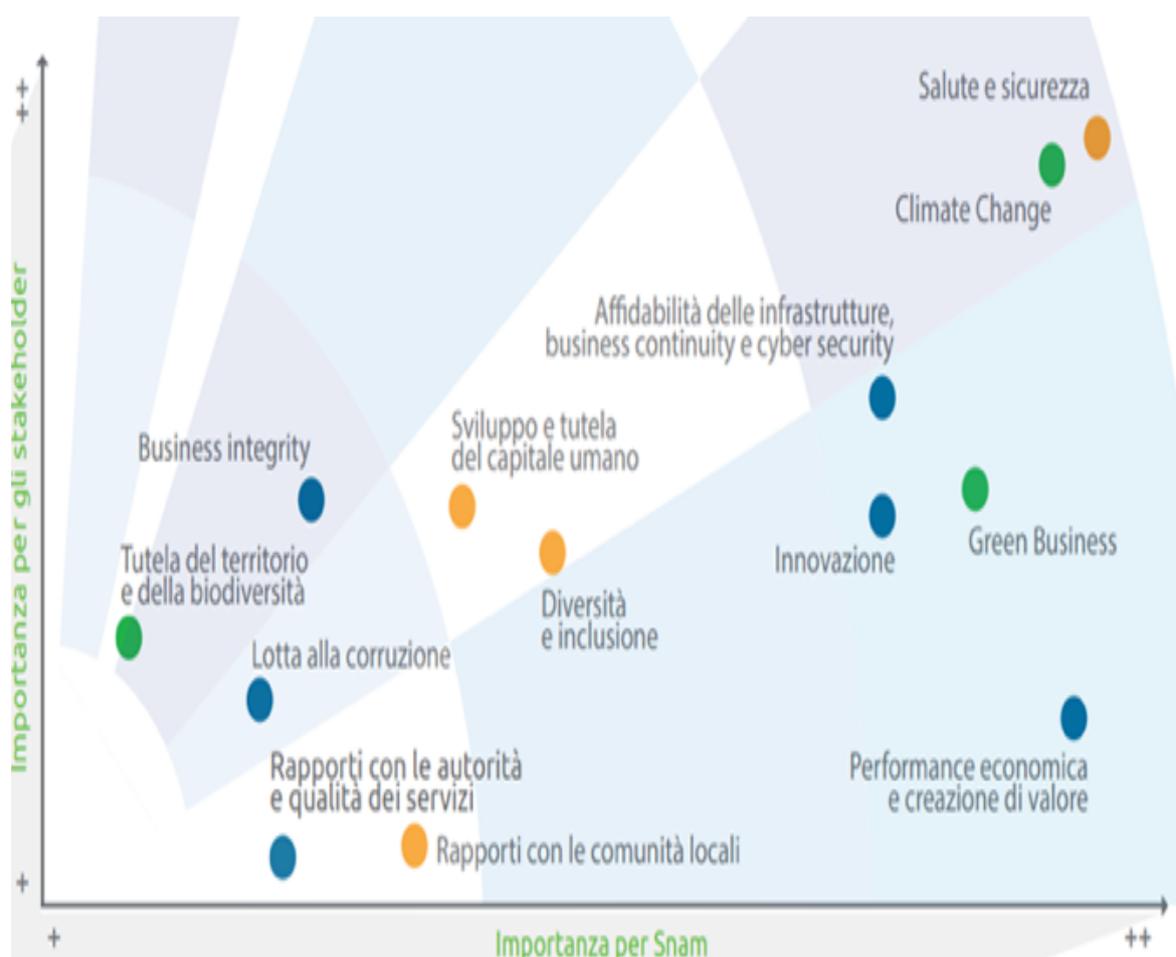
Tuttavia, oltre ad avere una maggior conoscenza dei rischi, una buona rendicontazione non finanziaria permette anche di legare indicatori non finanziari e finanziari, al fine di migliorare la prestazione generale dell'impresa. In tale compilazione vale il principio di rilevanza, dove soltanto i temi ritenuti rilevanti devono essere inseriti. Per far questo le imprese utilizzano una matrice di materialità, andando a valutare e integrare le priorità del gruppo/impresa con quelle dei vari stakeholder. Il concetto di materialità costituisce il fondamento degli odierni standard di rendicontazione finanziaria, includendo sia aspetti quantitativi che qualitativi. Quindi, poiché la materialità è considerata come qualcosa che è specifico dell'azienda, non vengono assegnate misure quantitative universali. I rapporti di sostenibilità sono fundamentalmente finalizzati al coinvolgimento degli stakeholder. Il reporting sostenibile può contenere sia informazioni finanziarie che non finanziarie il concetto di materialità è stato applicato e ha contribuito al reporting di sostenibilità, identificando, selezionando e dando priorità alle questioni di sostenibilità con impatti significativi.

Poiché il reporting di sostenibilità è un concetto radicato nella teoria degli stakeholder, la materialità è stata adattata per includere le prospettive degli stakeholder nel processo di decisione, andando a valutare le priorità di ogni

portatore d'interesse. L'opinione generale è che tutte le aziende non sono ancora completamente attrezzate con il concetto di materialità nel reporting di sostenibilità. La nuova gestione della materialità richiede una visione diversa del reporting e della valutazione, che deve essere efficacemente gestita e integrata nel sistema operativo dell'azienda. Gli amministratori delegati, i manager e i consigli di amministrazione devono prepararsi a un quadro più ampio, più complesso e, in alcuni casi, obbligatorio per la divulgazione aziendale. (Madasu 2019).

Nella figura sottostante possiamo individuare un esempio di matrice di materialità di un'impresa energetica (Snam). Possiamo individuare sull'asse delle ordinate l'importanza per stakeholder delle varie tematiche ESG, e sull'asse delle ascisse l'importanza per il gruppo (in questo caso Snam).

**Fig. 2.1** Matrice di Materialità SNAM



**Fonte:** Analisi di materialità Snam 2020

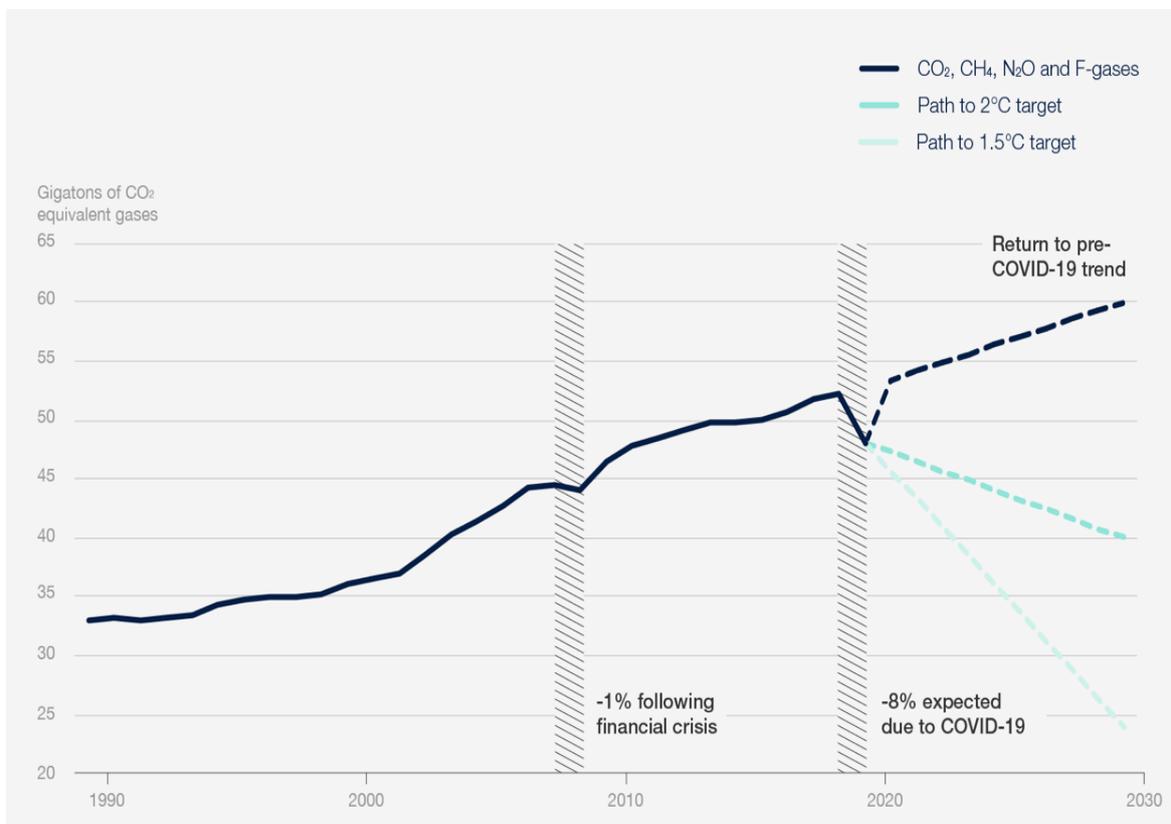
([https://www.snam.it/it/sostenibilita/impegni\\_snam/analisi\\_di\\_materialita.htm](https://www.snam.it/it/sostenibilita/impegni_snam/analisi_di_materialita.htm)  
1)

Ora, andremo a definire i principali fattori politici che hanno avuto un impatto sul fattore environmental, e successivamente descriveremo i principali fattori sociali e di governance che vengono considerati nelle rendicontazioni sostenibili.

### 2.3 FATTORE E: ENVIROMENT E POLITICA PER IL CLIMA

Uno dei principali pilastri dell'acronimo ESG, è l'ambiente. Le scelte dei policy maker, orientate ad una riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra ed il raggiungimento di neutralità carbonica, stanno indirizzando le imprese a modificare le proprie strategie di investimento e di produzione verso una transizione energetica. Nella figura 2.2 si possono visionare i livelli in Gt di CO2 equivalente a partire dal 1990. Inoltre, si possono osservare scenari (ottimistici e pessimistici) delle Gt in proiezione del 2030.

**Fig. 2.2:** Emissioni globali di CO2 legate all'energia



**Fonte:** Global Risk Report, World Economic Forum 2021

[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_The\\_Global\\_Risks\\_Report\\_2021.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2021.pdf)

Da diversi anni l'Unione Europea si sta impegnando a ridurre le emissioni di CO<sub>2</sub> e dei gas ad effetto serra (GHG o "greenhouse gases"), risultando, sotto questo aspetto, migliore rispetto ad altre realtà come Cina ed India. Le imprese sono quindi chiamate a rendicontare diversi indicatori ambientali (E), spesso regolati dalle politiche nazionali ed internazionali.

A partire dal 1992 ci sono stati diversi accordi internazionali sul clima, i quali mirano ad un miglioramento climatico e di conseguenza ambientale e sanitario. Nei primi mesi 2020, a causa della pandemia COVID-19, le emissioni di CO<sub>2</sub> sono diminuite quasi del 10% rispetto al 2019. Questo è un dato importante poiché dopo la crisi finanziaria del 2008 le emissioni hanno registrato un balzo in positivo, questo, se dovesse verificarsi, potrebbe non permettere di raggiungere gli obiettivi fissati dall'accordo di Parigi e nel Green Deal Europeo. Tuttavia, per scongiurare tale rischio è necessario gestire al meglio la ripartenza economica verso una corretta transizione. (World Economic Forum 2021)

### **2.3.1 ACCORDO DI RIO E PROTOCOLLO DI KYOTO**

Nel 1992 si è tenuto a Rio de Janeiro il trattato sulla Terra, il quale aveva come obiettivo principale limitare le emissioni dei gas serra. Tuttavia, il trattato non era legalmente vincolante ma dava la possibilità alle parti firmatarie di porre dei limiti obbligatori di emissioni in dei protocolli successivi. A partire dall'accordo sulla Terra di Rio de Janeiro, nel 1997 il primo protocollo sulle emissioni fu quello di Kyoto.

Il protocollo di Kyoto è un accordo internazionale atto a mitigare il riscaldamento climatico. Il protocollo è stato sottoscritto l'11 dicembre del 1997 durante la conferenza della parte di Kyoto (COP 3) ma è entrato in vigore solo il 16 febbraio del 2005, in quanto per entrare in vigore doveva essere approvato da almeno 55 nazioni rappresentanti non meno del 55% delle emissioni di gas serra, la sottoscrizione della Russia fu fondamentale al fine di ratificare il protocollo.

Gli stati sottoscrittori si impegnavano ad una riduzione percentuale, che poteva variare da paese a paese, di gas ad effetto rispetto ai propri livelli nel 1990. La media di queste percentuali era circa il 5%, in particolare per l'Italia il 6,5%, e gli obiettivi dovevano essere raggiunti tra il 2008 ed il 2012.

Le nazioni al fine di monitorare ed aggiornare le loro emissioni erano tenute a implementare *"l'inventario nazionale delle emissioni e degli assorbimenti dei gas ad effetto serra"*. In generale le misure nazionali erano i principali strumenti per raggiungere

gli obiettivi di riduzioni, affiancati da “meccanismi flessibili”. I principali meccanismi flessibili, per i paesi industrializzati ed a economia in transizione sono:

1)**Emission Trading Internazionale:** Nel momento in cui uno stato supera in termini percentuali il suo obiettivo di riduzione, può cedere il suo credito ad un membro inadempiente rispetto gli obblighi di riduzione.

2)**Meccanismo di sviluppo pulito:** Strumento che permette ai paesi industrializzati di promuovere progetti nei paesi in via di sviluppo, al fine di migliorare le emissioni e lo sviluppo economico dei paesi emergenti, e allo stesso tempo di generare crediti di emissione.

3)**Implementazione congiunta:** I paesi facenti parte dello stesso gruppo possono cooperare per raggiungere insieme gli obiettivi. Inoltre, i Paesi in cui vengono realizzati i progetti possono utilizzare i crediti dividendoli con il Paese ospite.

L'obiettivo del protocollo di Kyoto, oltre a sensibilizzare i paesi industrializzati ad una economia in transizione, era anche quello di esportare innovazioni e tecnologie per generare energia pulita in paesi in via di sviluppo, come si può evincere dal “meccanismo di sviluppo pulito”. Una nota importante che limita l'efficacia del protocollo di Kyoto è la non ratifica da parte degli Stati Uniti, che nei primi decenni del 2000 rappresentavano la maggior fonte di emissioni di gas ad effetto serra. Inoltre, nel 2011 il Canada si è sottratto al protocollo, ritirandosi.

Nel 2012 a Doha è stato approvato un emendamento al protocollo di Kyoto. L'emendamento istituisce un secondo periodo di impegno dal 2013 al 2020. A maggio 2015 solo 31 paesi avevano ratificato. Per l'UE la ratifica dell'emendamento non comporta alcun nuovo impegno, in quanto dal 2009 gli stati membri sono impegnati nel pacchetto sul clima e sull'energia. Il pacchetto racchiude una serie di norme, in cui l'UE si pone l'obiettivo di raggiungere alcuni obiettivi climatici entro il 2020. In particolare, la strategia imponeva una riduzione del 20% delle emissioni rispetto ai livelli del 1990, un aumento del 20% della quota di energia prodotta da fonti rinnovabili e un miglioramento del 20% dell'efficienza energetica.

L'Europa ha raggiunto nel 2014 l'obiettivo in quanto, rispetto al 1990, le emissioni avevano subito una diminuzione del 22%. Nel 2019 la diminuzione era intorno al -24% rispetto al 1990. (Fonti: Istituto superiore per la protezione e la ricerca ambientale, EU Action)

### **2.3.2 RIDUZIONE DELLE EMISSIONI: SISTEMA EU ETS**

In Europa al fine di ridurre le emissioni, a partire dal 2005 è stato istituito anche un sistema EU ETS. L'ETS si basa sul principio "*cap and trade*" che stabilisce un tetto massimo complessivo alle emissioni consentite sul territorio europeo cui corrisponde un equivalente numero di "*quote*" di emissione (1 tonnellata di CO<sub>2</sub> equivalente = 1 quota). Nel tempo tale tetto viene ridotto al fine di limitare sempre più le emissioni. Se l'impresa avrà emesso nell'anno precedente, quote inferiori al cap assegnato allora potrà venderle sul mercato, viceversa dovrà acquistarle.

Questo sistema ha come obiettivo la riduzione delle emissioni di gas a effetto serra senza impattare in maniera diretta sull'economia. C'è da sottolineare che rappresenta il primo mercato mondiale di CO<sub>2</sub>.

Il sistema di scambio delle quote ha come obiettivo quello di incentivare le centrali elettriche e le fabbriche ad inquinare di meno. Il meccanismo alla base delle quote sono le aste, in alcuni casi vengono fornite quote gratuitamente, per evitare che imprese in settori altamente inquinanti preferiscano cambiare regione, trasferendosi in regioni con politiche meno vincolanti. Gli impianti possono acquistare quote di emissione scambiabili sul mercato ed allo stesso tempo, per evitare di essere multati, alla fine dell'esercizio devono restituire quote sufficienti al fine di coprire le proprie emissioni. In Europa si sta anche lavorando ad una riduzione nei settori non-ETS (settori dei trasporti, civile, dell'agricoltura, dei rifiuti e della piccola industria), in particolare in Italia in base al regolamento "effort sharing" n. 2018/842/UE si prevede entro il 2030 una riduzione del 33% di gas ad effetto serra rispetto all'anno 2005.

(Fonte: Camera dei deputati- servizi studi- 2021, Parlamento Europeo 2021)

### **2.3.3 ACCORDO DI PARIGI E GREEN DEAL EUROPEO**

L'accordo di Parigi, adottato dal 12 dicembre 2015, è un accordo ratificato da 195 Stati che mira a limitare l'aumento della temperatura media globale ben al di sotto dei 2 gradi celsius e perseguire tutti gli sforzi necessari per contenere l'aumento di temperatura a 1,5 gradi rispetto ai livelli preindustriali. Inoltre, in tale accordo si sottolinea la necessità di nuovi modelli di sviluppo, basati su un uso equo delle fonti rinnovabili ed una politica di decarbonizzazione. In generale rappresenta un impegno politico di lungo periodo. Senza l'adozione di tale accordo, la temperatura potrebbe aumentare di circa 4-5 gradi celsius, prefigurando una serie di criticità in

diversi ambiti, da quello economico a quello sociale. (Natale Massimo Caminiti e Sergio La Motta 2016).

Come detto in precedenza, i diversi fattori ESG interagiscono in un certo modo con il tema dell'esternalità. Al fine di migliorare la qualità della vita, andando a mitigare le esternalità ambientali l'Europa mira ad essere climaticamente neutra entro il 2050, aiutando le imprese a diventare leader nel campo di nuove tecnologie "pulite", aumentando l'innovazione tecnologica. Tali obiettivi sono allineati all'accordo di Parigi.

L'obiettivo cardine del Green Deal, ovvero la decarbonizzazione, è riferito in particolare ad alcuni settori come quello energetico, che rappresenta circa il 75 % delle emissioni di gas ad effetto serra in UE. Oltre al settore energetico ci si concentra anche su quello edile, industriale e dei trasporti.

L'Europa ha una serie di importanti obiettivi entro il 2030, tra i quali possiamo elencare: la produzione di circa il 32% dell'energia da fonti rinnovabili, miglioramento dell'efficienza energetica pari almeno al 32,5 %, una diminuzione dei gas ad effetto serra pari al 40% (l'obiettivo ottimistico dell'UE è una diminuzione del 55% entro il 2030) in meno rispetto al 1990.

Dalla valutazione dell'Ue dei Piani nazionali per l'energia e il clima degli Stati membri (PNEC) risulta che l'UE è in linea con gli obiettivi preposti, raggiungendo almeno una diminuzione del 40% rispetto al 1990. La Commissione Europea mira ad uno sviluppo sostenibile, che permetta alle imprese di diventare leader mondiali nei diversi settori, andando a diminuire le emissioni di CO<sub>2</sub> ed altri gas climalteranti<sup>7</sup>. Inoltre, una diminuzione di tali emissioni avrebbe anche un impatto sui danni di salute, infatti la Commissione Europea, basandosi su una riduzione del 55% entro il 2030, ha stimato circa un risparmio di 110 miliardi in salute rispetto al 2015, oltre che un risparmio sulle importazioni di energia, un risparmio sui controlli ed una diminuzione generale dell'inquinamento.

Il meccanismo per una transizione giusta ha come obiettivo quello di finanziare le regioni più colpite dalla transizione, che basano gran parte dell'energia su fonti non

---

<sup>7</sup> ci sono altre emissioni che alterano il clima, aumentandone la temperatura, tali emissioni sono individuabili in: metano, protossido di azoto e i gas fluorurati, le quali rappresentano quasi il 20 % delle emissioni di gas a effetto serra dell'UE ed entro il 2030 possono essere ridotte del 35 % rispetto al 2015.

rinnovabili, con investimenti pari a 1000 miliardi di euro entro il 2027, in modo da mitigare gli effetti di tale conversione. Più in generale il meccanismo per una transazione giusta farà perno su diverse fonti di finanziamento. Tramite il programma InvestUE<sup>8</sup> si mobiliteranno ingenti investimenti al fine di raggiungere gli obiettivi del Green Deal Europeo.

Tra il 2021 ed il 2029, si mobiliteranno investimenti sostenibili tra investitori pubblici e privati, in particolare le principali fonti saranno:

- 1) Bilancio dell'UE, un quarto sarà utilizzato per conseguire gli obiettivi legati al clima.
- 2) Istituti finanziari ed investitori privati, adeguatamente informati e forniti degli strumenti necessari e completi relativi agli investimenti sostenibili.

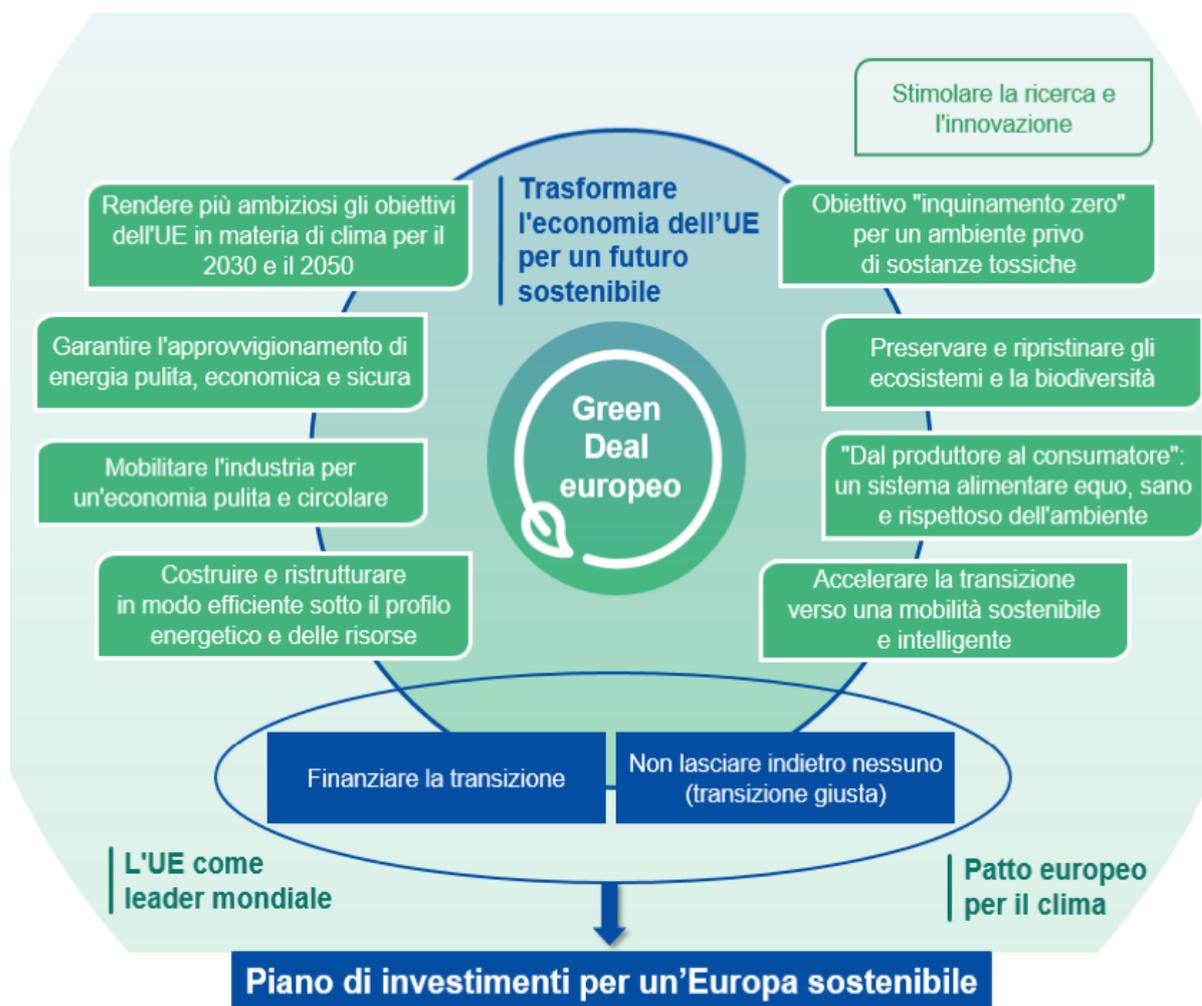
Tuttavia, il piano mira a sostenere le amministrazioni pubbliche e promotori di progetti al fine di individuare e realizzare progetti sostenibili. (Commissione Europea 2020). Nella figura 2.3 possiamo individuare i principali temi trattati dal Green Deal Europeo. Il *“Patto europeo per il clima”* ha come obiettivo quello di raccogliere proposte provenienti da ogni cittadino di qualunque estrazione sociale, aumentando il coinvolgimento di tutti i cittadini europei al raggiungimento degli obiettivi. Inoltre, l'Europa ascolterà tutti gli stakeholder facenti parte della catena del valore, non solo i cittadini. La Commissione ha anche l'obiettivo di informare tutte le parti interessate al patto europeo, ed aggiornare la piattaforma web dedicata. Il patto europeo non ha dei misuratori specifici, se non il numero di iniziative che riuscirà a proporre ed effettivamente eseguire. (European Climate Pact 2020).

**FIG. 2.3:** Il piano di investimenti del Green Deal europeo

---

<sup>8</sup> *Il programma InvestEU è particolarmente adatto a fornire finanziamenti a lungo termine alle imprese e a sostenere le politiche dell'Unione in una ripresa da una profonda crisi economica e sociale. Con l'obiettivo di innescare una nuova ondata - più di 372 miliardi di euro - di investimenti utilizzando una garanzia del bilancio UE, il programma InvestEU mira a dare un ulteriore impulso agli investimenti, all'innovazione e alla creazione di posti di lavoro in Europa nel periodo 2021-27.*

([https://europa.eu/investeu/home\\_en](https://europa.eu/investeu/home_en))



**Fonte:** Piano di investimenti del Green Deal europeo, Commissione Europea 2020

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0021&rid=2>

Oltre alla decarbonizzazione, un altro punto fondamentale è il passaggio verso l'economia circolare. Il termine economia circolare è sempre più diffuso, si può trovare evidenza di questo anche nel costante aumento di articoli: più di 100 articoli nel 2016 rispetto ai soli 30 nel 2014 (Geissdoefer et al., 2017).

L'UE definisce l'economia circolare *“un modello di produzione e consumo che implica condivisione, prestito, riutilizzo, riparazione, ricondizionamento e riciclo dei materiali e prodotti esistenti il più a lungo possibile”*. (Fonte: Parlamento Europeo 2021)

<https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/economy/20151201STO05603/economia-circolare-definizione-importanza-e-vantaggi>

**Fig.2.4** Fasi di vita del prodotto/ servizio tramite l'economia circolare: dalle materie prime al riciclaggio.



**Fonte:**

Economia circolare: definizione, importanza e vantaggi, Parlamento Europeo 2021

Le imprese hanno iniziato a individuare delle strategie per riutilizzare i prodotti o i loro componenti, superando il modello lineare<sup>9</sup>.

Il ciclo di vita del prodotto inizia con l'estrazione dei materiali da parte dell'azienda per poi essere venduto al consumatore, che se ne libera nel momento in cui il prodotto cessa di funzionare. Il problema del modello lineare è quindi duplice: da un lato la limitata disponibilità di risorse, dall'altro la difficoltà di smaltire.

<sup>9</sup> Il modello lineare si basa sullo schema "prendere-fare-gettare".

Per passare dal modello lineare a quello circolare occorre un cambio di strategia, con l'economia circolare, il concetto di "fine vita del prodotto" viene sostituito con il ripristino. Non c'è un uso elevato di sostanze inquinanti ma si promuove l'utilizzo di energia rinnovabile. Il problema dell'economia lineare sono i rifiuti, gli "output finali" del ciclo; tramite il riciclaggio questo problema può essere mitigato. La fase più impattante sull'ambiente è quella di progettazione, un'ottica di smontaggio e riutilizzo sono fondamentali per arrivare ad un riutilizzo finale. In un processo di economia circolare l'energia che alimenta il processo circolare deve essere rinnovabile, per ridurre l'estrazione da fonti fossili e migliorare la resilienza delle imprese da fenomeni esogeni, come la crisi energetica del 1973<sup>10</sup>.

Dopo aver analizzato le principali politiche ambientali, le quali influenzano in modo diretto il criterio E, possiamo passare ad analizzare il fattore social.

## **2.4 IL FATTORE "S" DI ESG**

Il fattore "S" richiama il concetto di responsabilità sociale dell'impresa. Le imprese, adeguandosi agli obiettivi dell'agenda 2030, e più in generale muovendosi verso un futuro basato sulla sostenibilità, si trovano davanti ad un cambiamento nei mercati globali, nell'innovazione dovuti in parte a pressioni politiche e legali. Se, come visto in precedenza il pilastro "E" racchiude in sé eventi legati all'ambiente ed al clima, l'aspetto "S" si basa sul capitale umano e sulla gestione della relazione lungo la catena del valore. Un'azienda deve gestire in maniera attenta le relazioni con i propri stakeholder (dipendenti, fornitori fino ad arrivare agli attori politici). In questo caso ritorna il concetto di "teoria degli stakeholder", il saper gestire in maniera efficiente i conflitti e gli interessi dei vari portatori di interesse, può aumentare la competitività e la redditività dell'impresa. L'aspetto sociale è fondamentale, infatti una pessima opinione pubblica su tale criterio può danneggiare, anche in maniera permanente l'immagine aziendale; viceversa può aumentare la "fama" del brand. (S&P Global 2020)

Le imprese devono garantire la qualità dei propri prodotti o servizi, cercando di aumentare il proprio gradimento ai vari consumatori. Ci sono altri aspetti fondamentali nel fattore S come: sicurezza dei dati informatici, problemi con la

---

<sup>10</sup> La quale causò un notevole aumento del prezzo del petrolio, ed una conseguente crisi energetica.

catena del valore, uguaglianza, inclusione, sicurezza sul lavoro e diritti umani. Non sono facili da individuare i KPI necessari alla valutazione di S. Prima del Covid-19 tale parametro non era molto visibile. Attualmente molti investitori sono interessati alla resilienza aziendale, sicuramente la pandemia Covid-19 ha giocato un ruolo chiave, uno “stress test”, nella relazione aziendale con i propri dipendenti e nella gestione dei rischi. In generale le principali macroaree di interesse sociale possono essere individuate in: Forza lavoro e formazione, Clienti, comunità e società, Dati e sicurezza IT, diritti umani.

- 1) **Forza lavoro e formazione:** Alcuni indicatori misurano il grado in cui i dipendenti possono “esprimersi” ed in quale misura all’interno del consiglio aziendale (tramite sindacati o altre voci). In questa macroarea sono anche rappresentati gli indicatori inerenti all’uguaglianza, alla parità di genere, l’inclusione e la sicurezza dei dipendenti. Secondo uno studio condotto da Robeco una la diversità di genere è correlata positivamente con le performance aziendali. (Ansa).

Gli indicatori più utilizzati della reportistica per individuare il rapporto impresa-dipendenti sono: tasso di turnover, attrattività e mantenimento dei talenti, formazione e aggiornamento dei dipendenti ed incentivi a lungo termine. Il tasso di turnover rappresenta la “percentuale di ricambio aziendale”, nell’ottica ESG, se le imprese sono in grado di trattenere dipendenti e talenti, nel lungo periodo riusciranno a trattenere una maggior competenza. (Jonathan Neilan, Peter Reilly, and Glenn Fitzpatrick 2020).

- 2) **Clienti:** Le principali metriche valutano il benessere, la sicurezza e la privacy del cliente. Un indicatore utilizzato per misurare la soddisfazione del cliente è il Net Promoter Score (NPS) misurato usando una classificazione da 1 a 10. L’obiettivo è aumentare in modo significativo il numero di clienti, utilizzando pratiche e strategie green, mirando anche ad un “passaparola efficiente” tra i consumatori oltre all’ausilio della comunicazione e del marketing aziendale. In alcuni casi tali valutazioni, volte ad aumentare la soddisfazione del cliente, sono legate alla remunerazione dei manager.

- 3) **Comunità locale e società:** Si cerca di individuare come le comunità locali e la società sia integrata nelle strategie aziendali. In alcuni progetti non considerare come stakeholder le comunità locali può provocare rallentamenti o costi aggiuntivi nell'esecuzione del progetto.
  
- 4) **Dati e sicurezza IT:** Le aziende di rating valutano nel determinare il punteggio di "S" metriche riguardanti la sicurezza informatica. Negli ultimi anni i manager integrano i rischi informatici nelle scelte aziendali, in generale il rischio di attacchi informatici si sta amplificando e le imprese dovranno essere pronte a gestire nuove evoluzioni di tale rischio ed integrare le norme in materia di sicurezza e privacy. In Europa, per garantire la sicurezza dei dati e la privacy online, c'è la presenza di un regolamento generale sulla protezione dei dati (GDPR).
  
- 5) **Diritti umani:** Dal punto di vista aziendale, un marchio, pur operando in luoghi con differenti leggi e tutele dei dipendenti, deve prestare un'elevata attenzione ai diritti umani. Sebbene i diritti debbano essere rispettati dall'impresa stessa, la tutela va garantita anche nella catena del valore, da valle a monte. La reputazione dell'impresa può essere gravemente danneggiata in caso di trasgressione di tali diritti. (Jonathan Neilan, Peter Reilly, and Glenn Fitzpatrick 2020)

## 2.5 L'ASPETTO "G" DI ESG

Il fattore "G" risulta fondamentale, in quanto gli obiettivi strategici veicolati da fattori ambientali e sociali, sono approvati e monitorati dal Consiglio di amministrazione (CdA). Il CdA deve integrare tutti i rischi ESG e gestire le richieste dei vari stakeholder, minimizzando i conflitti. Le variabili più frequenti in letteratura riguardo l'impatto della corporate governance sono: quota di donne nel CdA, amministratori indipendenti, numero di meeting del CdA annuali, dimensioni del consiglio di amministrazione, esistenza di figure ad-hoc per monitorare e gestire la sostenibilità, oltre al legame tra remunerazione dei top-manager e criteri ESG.

I modelli di business devono essere condivisi con tutti gli stakeholder e, oltre che coordinare le misure economico-finanziarie, il CdA deve integrare le pratiche sostenibili.

### **Donne nel CdA**

Questo primo indicatore è associato anche al fattore "S" citato in precedenza, in quanto valuta la parità di genere, in particolare nel board aziendale.

Secondo la letteratura avere un maggior numero di donne nel Cda risulta essere un vantaggio competitivo in materia di sostenibilità. In generale la maggior parte degli studi evidenzia una maggior attenzione alle politiche sostenibili in presenza di un'elevata presenza femminile nel board. Non è stata identificata nessuna "percentuale ideale" di genere, ma è necessario il superamento di una "massa critica" di donne nel consiglio per determinare l'effettivo vantaggio competitivo.

### **Dipendenza del CdA**

Per assicurare che il lavoro dei manager sia efficace e mitigare il rischio di agenzia, le imprese devono avere all'interno del CdA degli amministratori indipendenti. Il ruolo degli amministratori indipendenti è assicurare e monitorare il consiglio e garantire che le politiche aziendali perseguano gli obiettivi degli stakeholder. Secondo la teoria degli stakeholder una maggior indipendenza riduce conflitti e può massimizzare la creazione di valore nel lungo periodo. Inoltre, si possono avere riscontri maggiormente obiettivi sulle performance aziendali ed una maggior trasparenza. In generale la presenza di amministratori indipendenti è correlato positivamente con i risultati dell'impresa, e può garantire una visione più mirata

alla sostenibilità andando a monitorare attivamente la reportistica e gli obiettivi ESG.

### **Dimensione del CdA**

Per quanto riguarda la dimensione del CdA, ci sono idee contrastanti. Alcuni teorizzano che la presenza di consigli di piccole dimensioni possa godere di un maggior monitoraggio e favorire una miglior comunicazione e impegno nel raggiungimento degli obiettivi aziendali. L'altro filone di pensiero predilige un carico di lavoro maggiormente distribuito, il che può favorire un maggior impegno nella sostenibilità. In letteratura ci sono diverse evidenze che una dimensione maggiore del CdA influisca positivamente con le pratiche ESG. Tuttavia, le dimensioni del consiglio di amministrazione sono anche influenzate dal settore ed in particolare dalle dimensioni dell'azienda stessa.

### **Riunioni annuali del consiglio di amministrazione**

Un indicatore interessante è il numero di riunioni annuali del consiglio di amministrazione. Rappresenta un dato dubbio poiché, se da un lato indica una maggior diligenza del consiglio, caratterizzata da un miglioramento del processo decisionale e l'ascolto dei vari stakeholder; può altresì rappresentare una scarsa efficacia degli amministratori e di conseguenza un maggior costo aziendale. In generale un maggior numero di meeting viene visto come un elemento positivo in tema sostenibilità, in quanto aumenta la legittimità degli stakeholder.

### **Comitato per la sostenibilità e remunerazione**

Rappresenta un comitato che coadiuva le imprese, in particolare il Cda, nelle pratiche di sostenibilità. Inoltre, la presenza di tale comitato è utile nella gestione dei nuovi rischi ambientali e sociali che solo negli ultimi anni sono diventati preponderanti. Si può facilmente sostenere che la presenza di figure ad hoc può generare un impatto positivo nelle relazioni di carattere non finanziario.

Inoltre, alcune imprese legano la remunerazione variabile dei manager agli obiettivi sostenibili. Queste remunerazioni, denominate anche "pay link ESG", sono legate sia a criteri ambientali, che sociali (ad esempio numero di infortuni sul lavoro). Una critica alle remunerazioni legate alla sostenibilità è che tali

remunerazioni sono spesso associate ad obiettivi di breve periodo, il che può limitare l'ottica di lungo periodo, cardine dello sviluppo sostenibile. (Birindelli, Dell'Atti, Iannuzzi e Savioli 2018, Vezér 2018).

# CAPITOLO 3

## **Analisi della letteratura: aspetti positivi e negativi dei criteri ESG ed introduzione alla finanza sostenibile**

### **3.1 Introduzione**

In questo capitolo l'obiettivo è valutare l'impatto che la sostenibilità possa avere sul DCF in particolare concentrandosi sulle componenti del numeratore (flussi di cassa) ed il denominatore (costo del capitale dell'impresa), analizzando la letteratura ESG-related. In particolare, sono stati analizzati diversi studi, molti di essi evidenziano che le imprese che adottano buone misure ESG, riescono ad ottenere una riduzione del costo del capitale. In dettaglio, verranno analizzati due studi, uno di MSCI che analizza alcune ipotesi applicandole agli indici ESG ed un altro relativo al singolo rischio di impatto climatico. Quest'ultimo studio si è rivelato interessante anche su un altro punto di vista in quanto studia l'impatto in Corea, considerando anche impatti su realtà diverse da quelle americane ed europee. In seguito, sono stati analizzati i principali strumenti e strategie utilizzati nella finanza sostenibile al fine di finanziare i progetti delle imprese ESG. Infine, si è passati ad un'analisi dei principali problemi dell'integrazione ESG ovvero: greenwashing e mancata standardizzazione dei rating di valutazione.

### **3.2 DCF, Flussi di cassa, costo del capitale ed effetto dei criteri ESG**

Il metodo del Discounted cash flow (DCF) rappresenta uno dei più importanti strumenti per valutare un'impresa. In particolare, si va a determinare il valore attuale dei flussi di cassa attesi. In dettaglio, ci concentreremo sia sui flussi di cassa (numeratore) che sul costo del capitale (denominatore). Ci sono due diversi metodi per determinare i flussi di cassa:

1. Flusso di cassa (Levered) disponibile per gli azionisti
2. Flusso di cassa (Unlevered) disponibile per azionisti e creditori.

In generale il secondo modo è quello più utilizzato nella pratica di valutazione aziendale. Un altro importante passaggio è individuare il tasso di sconto da includere al denominatore. Nella trattazione ci concentreremo sul metodo Unlevered che utilizza il WACC per determinare il tasso di attualizzazione <sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Il metodo Levered al posto del WACC utilizza il CAPM per ottenere il valore del tasso di attualizzazione.

Nelle tabelle 1 e 2 è possibile individuare come si ottengono i flussi di cassa nei due metodi. In particolare, la Tab.1 è riferita al DCF con flusso per gli azionisti e la Tab.2 è riferita al DCF riferita ad azioni e creditori (Fonte: Borsa italiana):

**Tabella 1: determinazione dei flussi Levered**

Determinazione dei flussi Levered per gli <i>azionisti</i>	
	<b>Utile Netto (UN)</b>
+/-	Variazione capitale fisso e circolante
+/-	Variazione TFR
+/-	Versamenti/Rimborsi di capitale
+/-	Accensione/diminuzione Finanziamenti

A partire dall'utile netto, tramite l'aumento o la dimensione di alcune voci contabili è possibile ottenere il flusso per gli azionisti, una volta ottenuti i flussi sarà possibile attualizzarli utilizzando il costo del capitale proprio, ottenuto con il metodo del capital asset pricing model (CAPM).

Per quanto riguarda il "cashflow company":

**Tabella 2: determinazione dei flussi di cassa Unlevered**

Determinazione dei flussi di cassa per <i>azionisti e creditori</i>	
	<b>EBIT</b>
+/-	Imposte sul reddito operativo
+	Ammortamenti ed accantonamenti
+/-	Variazione capitale fisso e circolante

A partire dal reddito operativo è possibile ottenere il flusso di cassa per azionisti e creditori. Questa tipologia di cash flow è anche nota come Free Cash Flow. In questo caso il flusso di cassa sarà diviso per 1 più il tasso di sconto ottenuto con il metodo WACC (Weighted average cost of capital) elevato al periodo determinato.

In generale quindi il Discounted Cash Flow si determina tramite il seguente rapporto:

$$DCF = \sum_{i=0}^n \frac{(Cash\ Flow)_i}{(1+r)^i} \quad (2)$$

Dove:

i=periodo

r = tasso di sconto generico

Nella nostra trattazione, valutando il DCF ottenuto con il tasso di sconto ottenuto con il metodo WACC possiamo usare:

$$DCF = \sum_{i=0}^n \frac{(Cash\ Flow)_i}{(1 + WACC)^i} \quad (3)$$

In particolare, il WACC è pari alla media ponderata dei costi di finanziamento (sia raccolti tramite equity che debito). In definitiva, se si vuole calcolare quanto è il costo medio ponderato del capitale, ovvero quanto costa all'impresa finanziarsi:

$$WACC = \frac{E}{E + D} r_e + \frac{D}{E + D} \times r_d \times (1 - T_c) \quad (4)$$

Dove:

$T_c$  = Aliquota di imposta

$r_e$  = rendimento che la società dovrebbe corrispondere agli azionisti, ottenibile con il CAPM.

$r_d$  = rendimento che la società dovrebbe corrispondere a creditori.

E = Valore di mercato del capitale proprio

D = Valore di mercato del debito

E+D = Capitale raccolto

In ultima analisi, andando ancora più in dettaglio possiamo identificare  $r_e$  come:

$$r_e = r_f + \beta_i (r_m - r_f) \quad (5)$$

Dove:

$r_f$  = risk free, ovvero tasso di rendimento dell'attività priva di rischio.

$r_m - r_f$  = market risk premium, ovvero il rendimento aggiuntivo voluto dagli investitori per investire nel portafoglio di mercato piuttosto che nel risk free

$\beta_i$  = coefficiente di rischio specifico, se è maggiore di 1 il titolo è relativamente più rischioso del portafoglio di mercato, e quindi gli azionisti vorranno un rendimento maggiore rispetto  $r_m$ , viceversa per valori minori di 1.

Una volta ottenuto sia il valore dei flussi di cassa che quello dell'attualizzazione è possibile quindi calcolare il DCF.

Ora andremo ad analizzare i fattori ESG che possono influenzare il numeratore ed il denominatore del DCF nel caso unlevered.

### 3.3 Fattori ESG, flussi di cassa e costo del capitale

In generale le imprese che integrano i criteri ESG sono percepite come meno rischiose dai fornitori di capitale. In particolare, gli impatti di questi fattori possono influenzare sia i flussi di cassa che il costo del capitale. Il problema principale del DCF è rappresentato nel rischio che i flussi di cassa futuri (previsti) siano poi effettivamente diversi da quelli ottenuti. (Moro Visconti 2020) teorizza che l'uso di strumenti specifici riferiti alla sostenibilità possano impattare in modo positivo il costo del capitale, ottenendo delle stime migliori. In dettaglio, tramite l'uso di economia circolare, sharing economy, resilienza, piattaforme e reti digitali. In questo caso sia il numeratore che il denominatore sarebbero legati alla sostenibilità.

$$DCF_{sostenibile} = \sum_{i=0}^n \frac{adjusted(Cash\ Flow)_i}{(1 + adjusted\ WACC)^i} \quad (6)$$

Dove il termine *adjusted* indica che i flussi di cassa ed il tasso di sconto sono in *f* (economia circolare, scalabilità, resilienza supply chain, ..)

Tuttavia, questo studio si limita al semplice approccio teorico, non aggiungendo molto alle concezioni generali di CS, seppur sottolineando l'influenza potenziale che si può generare sul valore dell'impresa.

#### 3.3.1 Criteri ESG e performance aziendale (Giese et al. 2017)

Muovendosi sulla stessa direzione, ma con evidenze empiriche uno studio di MSCI (Giese, Eling Lee, Melas, Nagy, Nishikawa 2017) analizza la relazione tra score ESG e performance finanziaria aziendale. In dettaglio nello studio sono stati trattati tre principali canali di comunicazione, sulla quale sono state fatte alcune ipotesi:

1. **Canale dei flussi di cassa:** Le imprese con score ESG maggiori possono generare rendimenti maggiori, aumentando la competitività. Questo aumento di rendimento genera una maggior redditività che si manifesta in pagamenti maggiori di dividendi agli shareholders.
2. **Canale del rischio idiosincratico:** Più sono alti i valori ESG aziendali, più le imprese sono competenti nel gestire rischi operativi e di business specifici. Questo genera una riduzione percentuale dell'accadimento di eventi avversi negativi, che possono avere ripercussioni sul prezzo delle azioni.
3. **Canale della valutazione:** Elevati punteggi ESG portano ad avere un minor rischio sistematico, portando a costo di capitale attesi minori e DCF più alti.

Prima di concentrarci sullo studio, analizziamo il concetto teorico di rischio sistematico e specifico.

Il *rischio sistematico* è riferito al mercato, ed è quindi un rischio associato a tutte le società. Ad esempio, l'inflazione, lo shock di prezzo delle materie prime oppure nuove regolamentazioni. Quindi è un rischio più "generale" che può colpire un intero settore, andando ad impattare sui flussi di cassa aziendali.

Per quanto riguarda il *rischio specifico*, esso non è più un rischio "macro" ma è ben definito e specifico per la società. In altre parole, rappresenta la componente di rendimento richiesta dagli azionisti, in quanto portatori di rischio. Questo rischio impatta in modo diretto sul costo del capitale della formula del DCF.

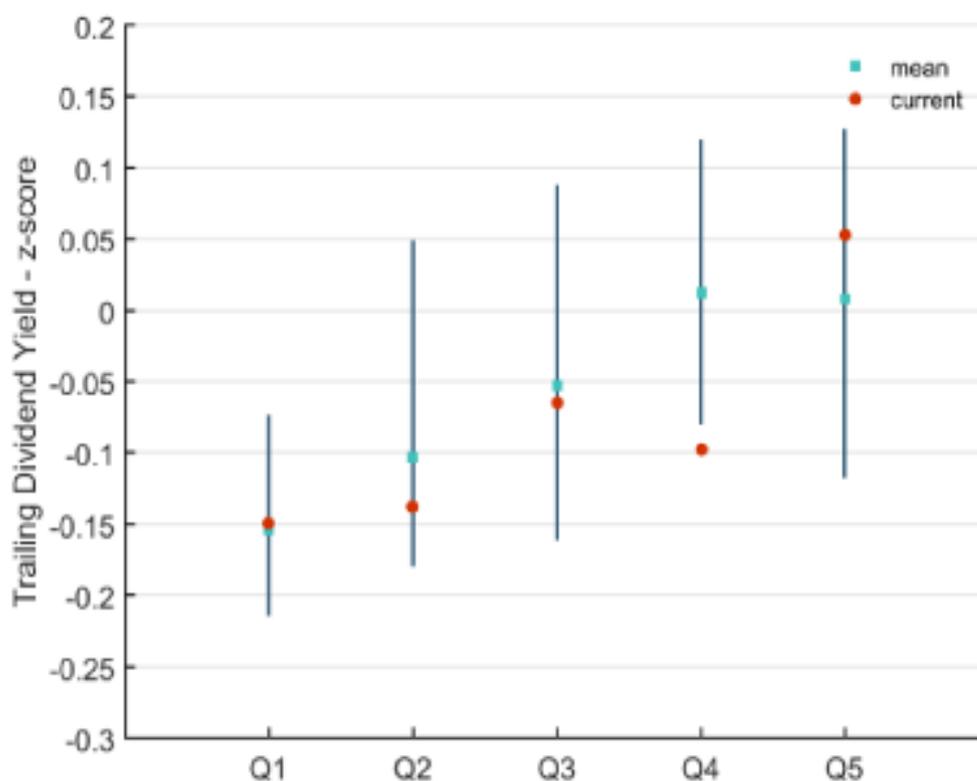
Tornando allo studio effettuato da MSCI, esso utilizza i rating MSCI ESG, riferiti ad un arco di tempo decennale (2007-2017), andando ad analizzare l'indice MSCI World. In questo documento è stato usato il modello proprio della società di rating MSCI, tale modello proprio è denominato GEMLT, il quale utilizza dei punteggi *z-score* delle variabili. Le variabili finanziarie, oggetto dello studio, sono state corrette in base al settore ed alla dimensione. In tutta la trattazione le variabili finanziarie sono mostrate in base alla loro distribuzione in quintili. In particolare, il primo quintile fa riferimento ad imprese con punteggi ESG minori, mentre l'ultimo quintile (Q5) fa riferimento ad imprese con score maggiori.

Analizzando i tre canali citati in precedenza, lo studio, per ognuno di essi si pone l'obiettivo di verificare l'ipotesi. In particolare, questo studio empirico si pone l'obiettivo di non basarsi esclusivamente sulla correlazione ma sulla causalità.

Per quanto riguarda il rischio idiosincratico sono valutate due variabili (reddittività lorda e dividend yield). In questa trattazione ci si sofferma sulla seconda variabile, poiché pur avendo corretto i fattori dimensionali delle imprese, allo stesso tempo imprese con maggiori reddittività potrebbero essere avvantaggiate ad integrare criteri ESG, in quanto potrebbero disporre di maggior capitale. Analizzando i risultati relativi al dividend yield si può affermare che le imprese con alti punteggi ESG erogano dividendi più elevati. Questo è un dato molto importante nell'analisi in quanto gli investitori più inclini a politiche ESG in generale investono con un'ottica di lungo periodo. Nella Fig.3.1, come descritto dagli autori dello studio i punti rossi rappresentano i valori attuali, i punti azzurri i valori medi registrati nell'arco temporale considerato e la barra rappresenta l'intervallo compreso tra il 5 ed il 95%.

In particolare, il dividend Yield è stato calcolato come il rapporto tra il dividendo distribuito nei dodici mesi ed il prezzo dell'azione riferita all'ultimo mese, questo è normale essendo l'analisi basata sul trailing dividend yield. Un'analisi "critica" riferita a questo studio potrebbe essere riferita alla non incorporazione del rischio d'impresa al concetto di dividend yield. Tuttavia, l'evidenza empirica presentata dal documento evidenzia un altro importante risultato riferito all'indice MSCI ACWI in considerazione ovvero che anche il dividend growth nel corso degli anni ha avuto un aumento percentuale importante, passando da circa 38% al 64.5%.

**Fig 3.1** Andamento Trailing Dividend Yield- z score e quintili



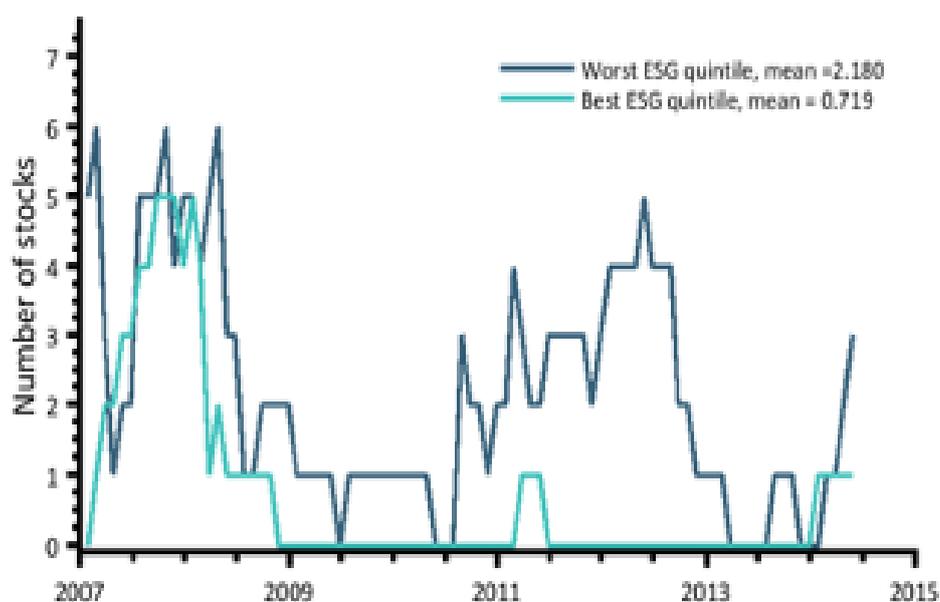
**Fonte:** How ESG affects Equity valuation, risk and Performance (Giese, Eling Lee, Melas, Nagy, Nishikawa 2017)

Un'ulteriore analisi è stata effettuata sulla capacità di gestione nei rischi. In particolare, le imprese con punteggi elevati, e quindi nel quinto quintile sono meno soggette a frodi, corruzione ed altre azioni che possono avere dei risvolti ostili sull'impresa, andando, sicuramente nel breve periodo, ad avere un impatto negativo sul prezzo delle azioni.

Per analizzare la capacità di gestire e mitigare in modo efficiente i rischi, gli autori hanno utilizzato come “definizione” di rischio idiosincratico l’osservazione relativa ad una netta diminuzione del prezzo delle azioni o il fallimento delle imprese, a distanza di tre anni dal loro posizionamento nel primo o nel quinto quintile. La Fig.3.2 riporta tale rischio, evidenziato per i due quintili citati nell’arco dei dieci anni di osservazione.

La linea più chiara rappresenta l’andamento delle imprese dell’indice MSCI World con punteggi ESG più elevati. Si può notare che le imprese caratterizzate da score più elevati riescono a gestire in maniera migliore tali rischi. In particolare, dal 2009 in poi si riscontra in modo più marcato una differenza tra i due quintili.

**Fig. 3.2: rischio idiosincratico 2007-2017 ed andamento dei migliori e peggiori ESG quintili**

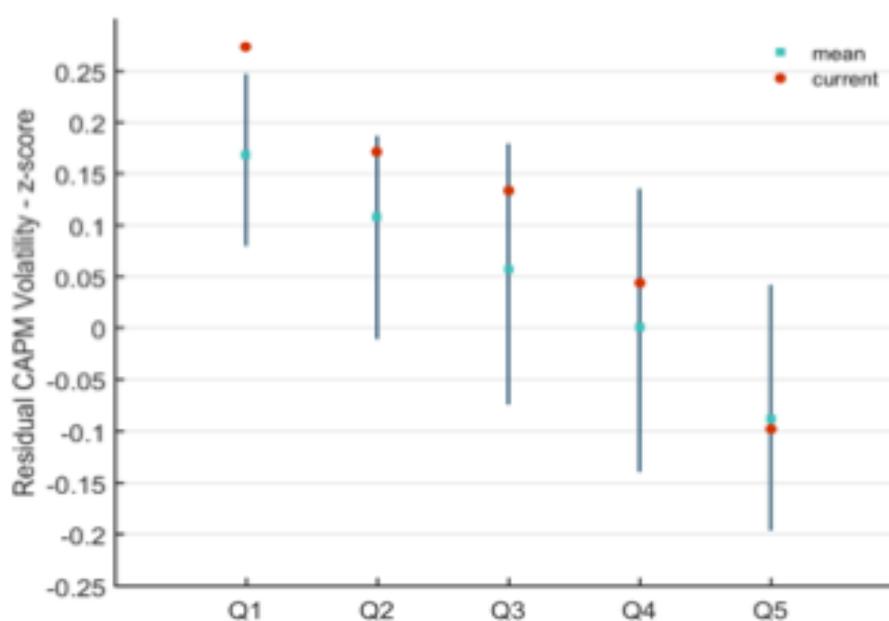


**Fonte:** How ESG affects Equity valuation, risk and Performance (Giese, Eling Lee, Melas, Nagy, Nishikawa 2017)

Per quanto riguarda l’analisi del rischio sistematico, gli autori indicano che le imprese con grado di sostenibilità maggiore possano essere più resilienti a shock esogeni. In particolare, si concentrano sul  $\beta$ , che oltre a misurare l’esposizione al rischio sistematico, è impattante anche sul costo del capitale. In generale più il coefficiente  $\beta$  sarà basso, più il costo del capitale dell’azienda sarà basso,

impattando in modo positivo sulla valutazione aziendale. Come evidenziato in Fig. 3.3, l'analisi dell'indice MSCI World evidenzia che le società del Q5 risultano meno volatili delle società con rating inferiori. Anche in questo caso i punti rossi indicano le volatilità correnti, quelli azzurri le volatilità medie, e la barra il 5 ed il 95%. Sull'asse delle ordinate è possibile osservare la distribuzione della volatilità relativa ai quintili, calcolata con il metodo del capital average pricing model, dove il coefficiente beta, è direttamente proporzionale al market risk premium. È anche interessante notare come i valori correnti e medi, si discostino maggiormente via via che ci si sposta da una situazione più "performante" di punteggi ESG, ad una dove c'è una minor stabilità dal punto di vista sostenibile.

**Fig. 3.3: Andamento Residual CAPM Volatility- z-score e quintili**



**Fonte:** How ESG affects Equity valuation, risk and Performance (Giese, Eling Lee, Melas, Nagy, Nishikawa 2017)

Infine, gli autori intendono indagare sulla causalità nella relazione ESG-performance. Questo richiede un'analisi dei dati nel tempo. In particolare, si sono analizzati tre andamenti dei punteggi ESG nel tempo: migliorati, neutrali e declassati, analizzando i cambiamenti delle variabili dopo tre anni in base al miglioramento, declassamento e neutralità. In generale per il rischio sistematico si è osservato un miglioramento di beta per le società che sono migliorate, viceversa per le declassate. Tuttavia, gli autori sottolineano in questo secondo, studio basato

sulle *z-score change*, (in base al trend in miglioramento o peggioramento nel tempo), che la significatività statistica dei risultati è inferiore a quella degli studi precedenti, probabilmente a causa del breve periodo di tempo dell'analisi.

### 3.3.2 Costo del capitale e rischio climatico (studio di Park et al.)

In questo secondo studio effettuato da (Park, Hwon, Hee 2018), si è voluto analizzare l'effetto che il rischio climatico può avere sul costo del capitale.

In particolare, questo studio si riferisce ad imprese della Corea. Riteniamo interessante andare ad analizzare anche evidenze provenienti da economie diverse da quella europea ed americana, seppur l'effetto ricavi-costi può essere diverso per vari fattori (scelte politiche, costi del lavoro, ecc.). Tuttavia, la Corea a partire dal 2011 ha una gestione dei gas climalteranti simile all'Europa (con l'utilizzo di quote e sanzioni), ed inoltre l'accordo di Parigi rappresenta un patto internazionale, per cui una breve analisi su un paese asiatico si è mostrata interessante. Un altro aspetto importante è che a partire dal 2010 le imprese coreane usano il TMS, ovvero una rendicontazione dell'impresa sotto il punto di vista ambientale, un bilancio di sostenibilità solo relativo alla lettera E, dove le imprese in esame rendicontano tali informazioni.

In questo studio il costo del cambiamento climatico è individuato come un costo diretto per l'impresa. In dettaglio, le imprese sono suddivise in dieci gruppi a cui viene assegnato un punteggio da zero (poco inquinanti) a nove (molto inquinanti), in base al loro impatto ambientale aggiustato per la dimensione dell'impresa (impatto  $\frac{CO_2}{VENDITE}$ ,  $\frac{\text{Consumo di energia}}{VENDITE}$ ), successivamente tali valori sono stati mediati ed aggiustati dall'autore in un intervallo [0,1] che rappresenta la variabile CRISK. Nello studio in analisi, l'ipotesi principale è la relazione significativamente positiva tra rischio climatico e costo del capitale.

Nella Fig. 3.4 è possibile osservare le variabili descrittive del modello. Dove il WACC rappresenta la *variabile dipendente*, CRISK ovvero la misura del rischio di cambiamento climatico e IND\_CRISK, misura del rischio cambiamento climatico corretto per il settore industriale, rappresentano le *variabili indipendenti*. Le altre variabili sono di *controllo* (dimensione; LEV ovvero rapporto di indebitamento; ROA, misura la redditività; PPE, attività tangibili/tot attività; GROWHT, tasso di crescita,  $\beta$ , K2 rischio di fallimento, AGE) Gli effetti dell'anno e del settore sono controllati da *variabili dummy*.

Nell'analisi di correlazione successiva, la correlazione maggiore (0,66) risulta essere tra  $\beta$  e WACC, questo risulta essere normale in quanto il coefficiente beta è utilizzato nel calcolo del wacc. Uno dei risultati più interessanti riguarda la Fig. 3.5 che mostra il risultato della regressione multipla relativa all'ipotesi 1. Nella prima colonna (1) è possibile individuare i risultati rispetto a CRISK, i quali indicano una correlazione positiva statisticamente significativa con il WACC, a livello dell'1%.

**Fig. 3.4 Variabili descrittive del modello di Park et all.**

Variables	mean	sd	p1	p25	p50	p75	p99
WACC	5.39	1.39	3.04	4.4	5.17	6.25	9.1
CRISK	0.45	0.28	0	0.2	0.45	0.7	0.9
IND_CRISK	0	0.2	-0.59	-0.11	0	0.13	0.5
CO2/Sales	0.39	0.84	0.01	0.05	0.12	0.46	4.81
Energy/Sales	0.01	0.01	0	0	0	0.01	0.04
K2	30.79	8.05	10.94	25.93	30.28	34.96	54.06
SIZE	20.86	1.62	17.97	19.63	20.46	22	24.84
LEV	1.33	1.78	0.1	0.41	0.87	1.52	12.4
ROA	0.02	0.07	-0.21	0	0.03	0.05	0.17
PPE	0.39	0.17	0.07	0.26	0.38	0.51	0.85
MB	1.28	1.37	0.23	0.57	0.92	1.46	9.2
BETA	0.81	0.4	0.1	0.5	0.77	1.09	1.78
GROWTH	0.03	0.21	-0.38	-0.06	0.02	0.09	0.76
AGE	3.56	0.67	1.61	3.4	3.81	4.01	4.42

**Fonte:** Relationship between climate change risk and cost of capital, Global Business & Finance Review, (Park,Hwon,Hee 2018).

Per quanto riguarda la colonna (2) anche in questo caso possiamo individuare una correlazione positiva statisticamente significativa con il costo medio ponderato del capitale. In altre parole, le imprese con maggiori emissioni rispetto alla media del settore sono soggette ad un maggior costo del capitale. Per quanto riguarda le variabili di controllo, la variabile dipendente è influenzata positivamente da LEV, PPE, BETA, K2; e negativamente da SIZE e ROA. Quindi possiamo affermare che secondo questo studio, le imprese più piccole, soggette a redditività più basse, con valori di beta più alti, rischio di fallimento positivo, LEV e PPF positivi sono soggette ad un costo del capitale più elevato.

In conclusioni gli autori sostengono l'ipotesi che ci sia una correlazione positiva tra rischio climatico e costo del capitale. Quindi, le imprese più esposte a tali rischi

dovrebbero gestire in modo puntuale tale rischio, per evitare di aumentare il costo del capitale, e quindi diminuire il valore del DCF.

Fig. 3.5: Risultati regressione multipla modello di Park et al.

<b>Dependent variable : WACC</b>			
<b>Independent variable:</b>	<b>Predicted Sign.</b>	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>
		<b>CRISK</b>	<b>IND_CRI SK</b>
Indep	?	0.34*** (3.24)	0.41*** (3.61)
SIZE	-	-0.05** (-2.48)	-0.06*** (-2.72)
LEV	+	0.08** (2.03)	0.10** (2.47)
ROA	-	-1.48** (-2.17)	-1.46** (-2.10)
PPE	+	0.03 (0.16)	0.11 (0.51)
MB	+/-	0.13*** (4.41)	0.13*** (3.97)
BETA	+	2.21*** (26.09)	2.16*** (23.24)
GROWTH	+/-	0.15 (1.13)	0.03 (0.25)
AGE	+/-	0.02 (0.47)	0.03 (0.62)
K2	+	0.02*** (3.1)	0.03*** (3.34)
Year dummy		YES	YES
Industry dummy		YES	YES
Obs.		1,083	929
R2		0.73	0.75

Note. Variable definition is the same as Table 1. \*\*\*, \*\*, \* denote statistical significance at the 1, 5, 10% level, respectively.

Fonte: Relationship between climate change risk and cost of capital, Global Business & Finance Review, (Park,Hwon,Hee 2018).

Abbiamo visto due approcci potenzialmente diversi negli studi riportati. In particolare, il secondo non voleva vedere l'impatto di una buona rendicontazione, ma l'effetto che il rischio climatico può generare sul valore dell'impresa, indipendentemente dal punteggio ESG. Un limite di tale approccio è la non considerazione di parametri S e G. Per quanto riguarda l'aspetto "governance" riteniamo che essi siano "incorporati" in tale ricerca in quanto le scelte della governance sono alla base della politica aziendale anche in tema ambientale. Per andare a valutare l'aspetto S è stato individuato un altro studio inerente alla Corea. Gli autori (Ok et Kim 2019), basandosi sul concetto di CSR, quindi più sull'aspetto S, hanno mostrato che una maggior responsabilità d'impresa corrisponde ad una diminuzione del costo del capitale pari a 1-1.5 punti percentuali, sia sul costo del capitale che sul costo dell'equity e del debito singolarmente.

Analizzando i risultati di altri studi presenti in letteratura possiamo notare che spesso si trova un legame tra costo del capitale e wacc, ma non sempre così marcato. Ad esempio (Atan et al 2019) analizzando le performance ESG, costo del capitale e ROE, hanno trovato un risultato positivo soltanto tra ESG aggregato e costo del capitale, ma non tra ESG e ROE. Non sono state trovate neanche evidenze tra i singoli fattori separati E-S-G e costo del capitale. (Fain 2020) andando ad analizzare l'impatto della sostenibilità e la relazione profitto-costi ha ottenuto come risultato una "neutralità", ovvero nel breve periodo non ha individuato extra-profitti e nemmeno grosse perdite. Per questo l'autore ha teorizzato la possibilità di investire in sostenibilità senza avere un'evidente perdita di profitti, al fine di migliorare il "comportamento aziendale" senza minare la funzione obiettivo di massimizzazione del profitto.

In questa sezione ci siamo concentrati sul costo del capitale ed in particolare sulla componente  $r_e$ . Tuttavia, c'è da sottolineare che in letteratura è anche possibile individuare alcuni studi a favore delle prestazioni sostenibili associate ad una riduzione del costo del debito, in particolare grazie a spread obbligazionari inferiori e rating di credito superiori (Oikoum 2014) et (Hock 2020); questi studi indicano che le imprese più sostenibili sono soggette a rischi di default minori. Inoltre, (Eliwa et al 2019) sottolineano che gli istituti di credito integrano i criteri ambientali, sociali e di governance nelle loro valutazioni. In aggiunta, lo studio individua una diminuzione del costo del debito in relazione a score ESG elevati.

Un'ultima osservazione è relativa alla letteratura in merito all'argomento, infatti dall'analisi eseguita sembrano esserci alcuni filoni preponderanti come quello riferito al rischio  $\beta$  ed al costo del capitale in generale, in relazione alla performance aziendale. Mentre c'è una minor letteratura in merito al rischio di credito (sottolineato anche da alcuni studi della letteratura stessa), seppur il settore obbligazione in tema di finanza sostenibile stia diventando importante. Tuttavia, c'è una costante attenzione da parte dell'EBA (European Banking Authority) la quale ha emesso le linee guida per concedere e monitorare finanziamenti, considerando anche i criteri ESG. Inoltre, una ricerca condotta sulle banche italiane sottolinea il fatto che per gli istituti di credito la componente "ESG" sia più un fattore di reputation brand piuttosto che di business. (Sole 24 ore).

In generale, in accordo con gli studi esaminati, possiamo dire che i settori con un'elevata sensibilità a fattori ESG, al fine di evitare un aumento del costo del capitale ed una diminuzione nel lungo periodo del flusso di cassa, dovrebbero migliorare le loro pratiche sostenibili per diminuire il WACC e migliorare i flussi di cassa. Questo a vantaggio sia della società stessa che degli investitori. Tuttavia, c'è da valutare il *trade-off* con le maggiori uscite di cassa nel breve periodo dovuti agli investimenti in innovazione e sostenibilità. Relativamente alle spinte dei policy maker e dello sviluppo sostenibile riteniamo che tali investimenti possano essere a favore delle imprese soggette ad elevate "pressioni e criticità" in merito ad aspetti ambientali e sociali, che devono comportarsi da "first mover"; tuttavia le imprese meno soggette a queste tematiche possono impostare strategie di sostenibilità più flessibili, in quanto il loro rischio e quindi il loro impatto sul valore aziendale è minore.

### 3.4 Strumenti e strategie della finanza sostenibile

Finora abbiamo analizzato alcuni effetti che le politiche ESG e le sostenibilità possono comportare a livello globale. In questa sezione si analizzano i principali strumenti e le principali strategie adottate nella finanza “sostenibile”.

Gli investimenti che incorporano criteri ESG si stimano intorno ai trenta trilioni di dollari. I fondi di gestione sono aumentati notevolmente in questi ultimi anni, e secondo recenti studi di Bloomberg sono destinati ad avere un trend crescente. (Bloomberg Intelligence 2021).

La sostenibilità, oltre ad essere entrata nelle strategie di business delle imprese, sta diventando un criterio di scelta nelle metodologie di investimento da parte degli investitori. Per raggiungere gli obiettivi prefissati dagli standard e dalle politiche internazionali, occorre che la finanza investa su progetti e società che mirano ad un modello di lungo periodo sostenibile, tramite la finanza sostenibile o SRI (*social responsible investment*)

Il concetto fondamentale è che il mercato riesca ad integrare nel prezzo anche le informazioni inerenti ai fattori ambientali, sociali e di governance. Partendo dalle informazioni di sostenibilità trasmesse dalle imprese, le società di rating analizzano e generano dei punteggi ESG utili agli investitori.

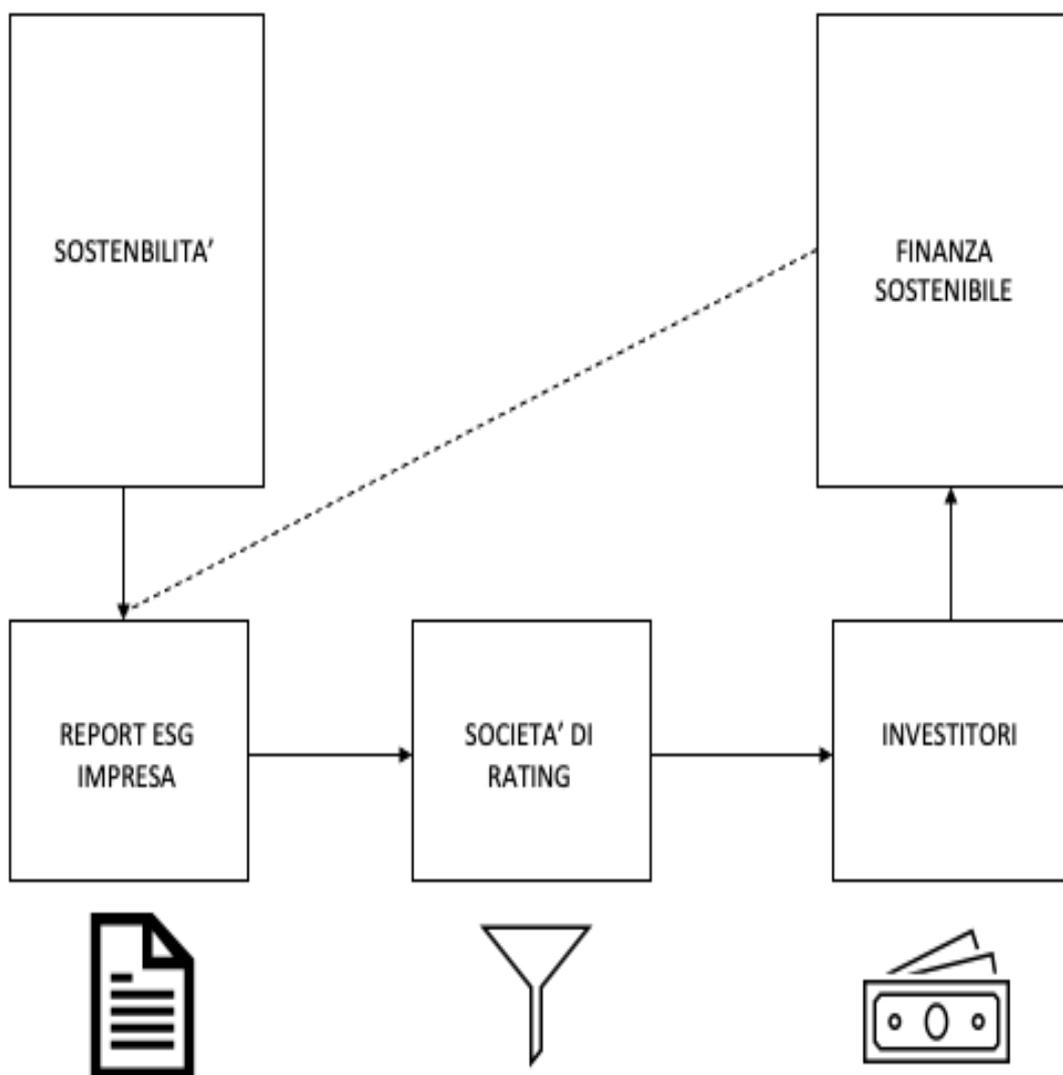
La finanza sostenibile parte dalla definizione di sviluppo sostenibile, che, come citato nel capitolo 1, ha l’obiettivo di favorire generazioni presenti e future. Ci deve essere una connessione tra progresso economico (imprese), beneficio per la società e custodia per l’ambiente, andando così a far interagire sostenibilità ed effettivo progresso economico. Questi “ambiziosi” obiettivi hanno bisogno di un sostegno per diventare fattibili, in questo caso il concetto di finanza sostenibile diventa preponderante.

Occorre un sistema finanziario in grado di essere il punto di partenza che si pone al servizio dello sviluppo sostenibile. In particolare, gli investimenti sostenibili si occupano dell’allocazione del risparmio avendo riguardo sia nella fase di selezione che in quella di gestione. C’è da sottolineare che il mercato sostenibile non è un mercato statico, questo richiede un monitoraggio continuo da parte degli investitori. Nella seguente sezione si vogliono evidenziare le principali strategie di finanza sostenibile, ed i principali strumenti finanziari utilizzati.

Nello Fig. 3.5 è rappresentata in maniera schematica l’introduzione appena descritta, dove possiamo vedere la relazione tra sviluppo sostenibile e finanza. In particolare, nella figura sono anche riportati i principali attori che “indirizzano” il

passaggio da sostenibilità a finanza, la quale ha anche un legame con le imprese (linea tratteggiata) in quanto i finanziamenti possono essere utilizzati da quest'ultime per migliorare in innovazione o altri aspetti, che possono influenzare in modo positivo la rendicontazione. Nella Fig. 3.5 sono anche riportati gli attori ed i principali passaggi che svolgono, perché in questa sezione si andranno anche ad evidenziare alcune criticità associate a tali rendicontazioni e valutazioni.

**Fig. 3.5:** Schema del passaggio da sviluppo sostenibile a finanza sostenibile, ed i principali attori.



Fonte: Elaborazione propria

### 3.4.1 Strategie di investimento

L'investimento sostenibile viene classificato in strategie, tali strategie sono definite dalle associazioni/enti che si occupano della promozione e l'avanzamento dell'investimento sostenibile: Eurosif, Pri, Efama, Gsia.

Nella Figura 3.6 si possono individuare le principali strategia proposte. Come si può notare i principali standard stanno convergendo verso una classificazione comune, pur evidenziando alcune differenze. In generale si possono raggruppare in 3 gruppi principali:

**1)Esclusione:** Strategia che mira all'esclusione di asset controversi, al fine di evitare di investire in certe imprese o in certi prodotti. (ad es. armi, tabacco). L'esclusione risulta essere la strategia SRI più antica, infatti già nel 1700 un movimento religioso (i Quaccheri) aveva integrato l'esclusione nelle proprie politiche di investimento, andando ad evitare di investire in aziende dannose per la salute. La differenza tra *esclusione* e *norm based* sta essenzialmente negli screening. In particolare, nelle strategie norm-based, si valutano alcuni fattori come ad esempio il rispetto, da parte dell'impresa, dei minimi standard internazionali in diritti umani, lotta alla corruzione ecc.

Le esclusioni sono una delle forme più comuni di strategia di selezione ESG. Il mercato dei criteri di esclusione è intorno agli otto trilioni di euro, quasi un terzo degli attivi gestiti in Europa. (Fonte Efama 2020)

**2)Inclusione:** Strategia che fa sì che l'investimento integri anche l'analisi di sostenibilità oltre che criteri finanziari. Questo significa che gli asset manager e gli investitori istituzionali valutano i criteri ESG nelle scelte di portafoglio. L'integrazione rappresenta la strategia di selezione più popolare, infatti copre una somma tra gli 8 ed i 9 trilioni di euro. In questa tipologia le due forme più comuni sono il *best in class* e l'ESG integration. Nello specifico i Best in class hanno come obiettivo di individuare le aziende con il miglior punteggio ESG in un determinato settore. ESG integration è la pratica più utilizzata in Europa, in tale pratica, tramite lo screening associato ad analisi relative alle società emittenti, si valuta il livello di integrazione di criteri ESG nelle strategie delle imprese. (Fonte Efama 2020 ed Eurosif 2018)

**3)Impatto:** Strategie che prendono "di mira", in modo focalizzato la rendicontazione dell'output raggiunto, andando a rendicontare il modo in cui i fondi raccolti siano stati utilizzati nel progetto sostenibile, per misurare

oltre al ritorno finanziario anche quello relativo all’impatto sociale ed ambientale. C’è da sottolineare che *l’impact investing* risulta essere uno dei meno comuni, ma sta registrando delle crescite d’interesse sia da investitori istituzionali che privati. In questa categoria possono rientrare anche gli investimenti tematici. L’obiettivo di tali investimenti è individuare uno o più temi ambientali o sociali ed investire in essi (ad es- energia rinnovabile o tecnologie pulite). (Efama 2020)

Le differenze strategie vanno incontro ai bisogni ed alle preferenze variegiate degli investitori. Negli ultimi anni le strategie di esclusione e norm based hanno registrato delle diminuzioni; viceversa, gli investimenti di integrazione (ESG integration e best in class) e impatto hanno riscontrato degli aumenti percentuali.

**Fig. 3.6 Strategie d’investimento di Eurosif, PRI, GSIA, EFAMA**

<b>EUROSIF</b>	<b>PRI</b>	<b>GSIA</b>	<b>EFAMA</b>
Norms based selection	ESG Exclusions	Norms based approach	Norms based approach
Best in class selection	ESG positive screening and Best in class	ESG positive screening and Best in class	Best in class
Sustainability themes	ESG themed investments	ESG themed investments	Thematic Approach
Exclusions	ESG Exclusions	Negative/ Exclusionary screening	Exclusion approach
ESG Integration	ESG Integration	ESG Integration	-
Engagment and Voting	Engagment	Corporate engagement and shareholder action	Engagment
Impact investing	-	Impact investing	-

**Fonte:** European SRI study, Eurosif 2018 ed elaborazione propria.

Inoltre, un aspetto importante nelle strategie, non ancora sottolineato, è quello dell'*engagement*. In tale politica di investimento Hedge fund, fondi di pensione, singoli azionisti, ed altri investitori possono avere un ruolo fondamentale per modificare le politiche e le strategie aziendali. In particolare, utilizzando l'*engagement* gli asset manager possono influenzare la governance dell'impresa emittente. Si possono individuare due metodologie di *engagement*: soft e hard.

La prima metodologia si basa semplicemente sul dialogo o sugli incontri tra Asset manager/ investitore istituzionale ed emittente. L'*engagement* "forte" è esercitabile tramite il diritto di voto o mozioni per l'assemblea. Le fasi dell'*engagement* si possono distinguere in:

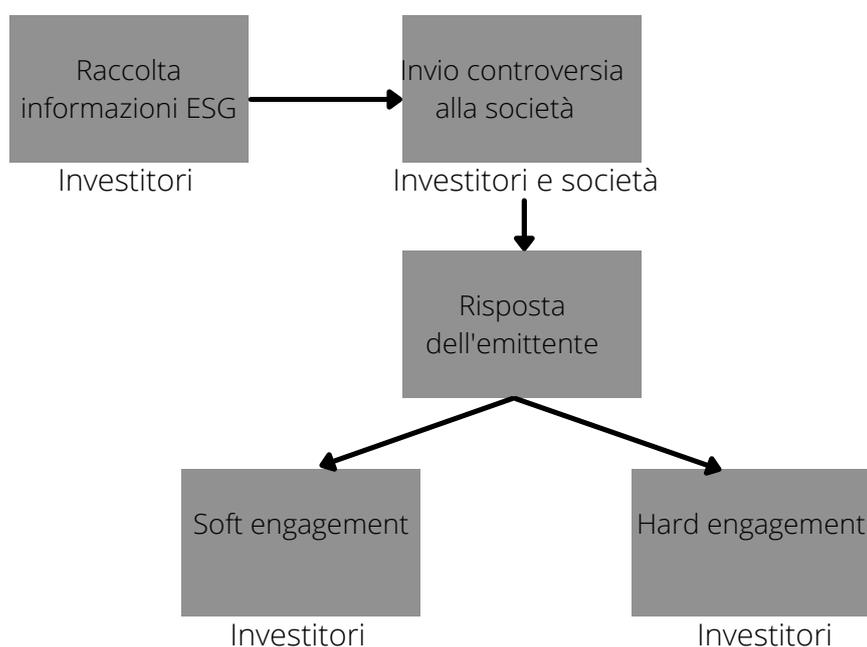
1. **Avvio dialogo:** l'investitore basandosi su informazioni provenienti da società di rating o esperti ESG prepara un documento (solitamente sotto forma di lettera) da presentare alla società emittente.
2. **Risposta dell'emittente:** Dopo aver ricevuto la lettera da parte del/degli investitori la società può decidere di rispondere in maniera puntuale o meno, anche in base all'interesse della controversia ed alle strategie aziendali.
3. **Reazione degli investitori:** A seconda della risposta ricevuta, gli investitori, possono decidere di effettuare soft *engagement* (tramite incontri) oppure, in caso di risposta negativa da parte dell'emittente gli investitori possono decidere di intraprendere delle azioni di hard *engagement*. In quest'ultimo caso gli strumenti utilizzati sono le mozioni finalizzate all'integrazione dell'ordine del giorno, oppure possono esercitare il diritto di voto durante le assemblee degli azionisti. L'obiettivo durante le assemblee, e tramite le mozioni, è quello di integrare e sottolineare controversie legate alla sostenibilità sia verso il management che verso gli altri investitori. Infatti, anche investitori puramente indirizzati al ritorno finanziario possono essere coinvolti in *engagement* in quanto esso può anche influenzare il fattore G, ad esempio, individuando delle controversie sulle remunerazioni. (Forum finanza sostenibile 2018).

Nella Fig.3.7 sono rappresentate in maniera sintetica le fasi di *engagement*.

Inoltre, sono rappresentati le principali relazioni tra investitori e società al fine di trovare un “equilibrio” per rispondere a sollecitazioni da parte di investitori sostenibili, o attenti ad alcuni aspetti E-S-G in particolare.

C'è da sottolineare che tale processo richiede una durata di dialogo, di medio-lungo periodo, tra i due attori principali (investitori ed azienda).

**Fig. 3.7: Fasi dell'engagement**



**Fonte:** Elaborazione propria

Per le diverse strategie d'investimento spesso è possibile anche individuare degli indici<sup>12</sup> ad hoc ottenuti partendo dal “parent-index”. Ad esempio, la società Enel, secondo la società di rating MSCI, ha un elevato punteggio ESG, per questo è stato inserito nel MSCI ESG LEADERS, un indice che partendo dal più tradizionale MSCI ACWI, applicando uno screening di integrazione ESG, utilizzando la pratica del “Best in class” permette di investire soltanto nelle società con punteggi ESG elevati, ovviamente diminuendo il numero di costituenti (che passa da 2964 a 1216). Inoltre,

<sup>12</sup> In questo caso lo strumento utilizzato per l'investimento è l'ETF, il quale scopo è quello di replicare le performance dettate dall'andamento dell'indice.

effettuando tale modifica viene applicata una pesatura settoriale e regionale all'indice al fine di limitare il rischio sistematico. (Fonte MSCI).

Oltre al comparto Equity, è possibile anche individuare diversi strumenti nel comparto Debito. Possiamo individuare nel campo delle obbligazioni:

**Green Bond:** Obbligazione emessa per finanziare un progetto con impatto positivo sull'ambiente.

**Social bond:** Obbligazione emessa per finanziare un progetto con impatto sociale positivo

**Sustainable Bond:** Obbligazione emessa con lo scopo di finanziare progetti con impatti positivi sia sull'aspetto ambientale che sociale.

Ogni tipologia di bond ha delle linee guida al fine di indirizzare gli emittenti ad indicare i progetti pre-identificati da svolgere con tali proventi. Ad esempio, per i Green Bond le linee guida da seguire sono i Green Bond Principle (GBP) definiti da ICMA. In queste linee guida i punti principali da seguire sono quattro:

**1.Utilizzo dei proventi:** Nella documentazione relativa al green bond devono essere inseriti e descritti gli effettivi miglioramenti ambientale che il progetto può comportare.

**2.Processo di Valutazione:** Relativo agli obiettivi, i processi ed i requisiti di tale obbligazione, da dichiarare agli investitori.

**3.Gestione dei proventi:** Gli extra-proventi, se non allocati ad un progetto, devono essere allocati ad un portafoglio dedicato, che dovrà essere costantemente monitorato.

**4.Attività di reporting:** L'obiettivo principale in tale caso è la trasparenza, dettata da un continuo monitoraggio dei proventi e del loro utilizzo.

Inoltre, è possibile effettuare una certificazione del Bond, tramite un ente terzo. (ICMA 2018)

Tuttavia, ci sono altri strumenti obbligazionari. Ad esempio i sustainability-linked Bond. Questi bond sono diversi dai sustainable bond, in quanto i proventi non devono essere allocati ad un determinato progetto, ma in generale ad un aumento della sostenibilità aziendale, misurata tramite appositi indicatori. L'emittente deve

raggiungere determinati target ESG entro limiti temporali. Anche in questo caso possiamo prendere come esempio Enel.

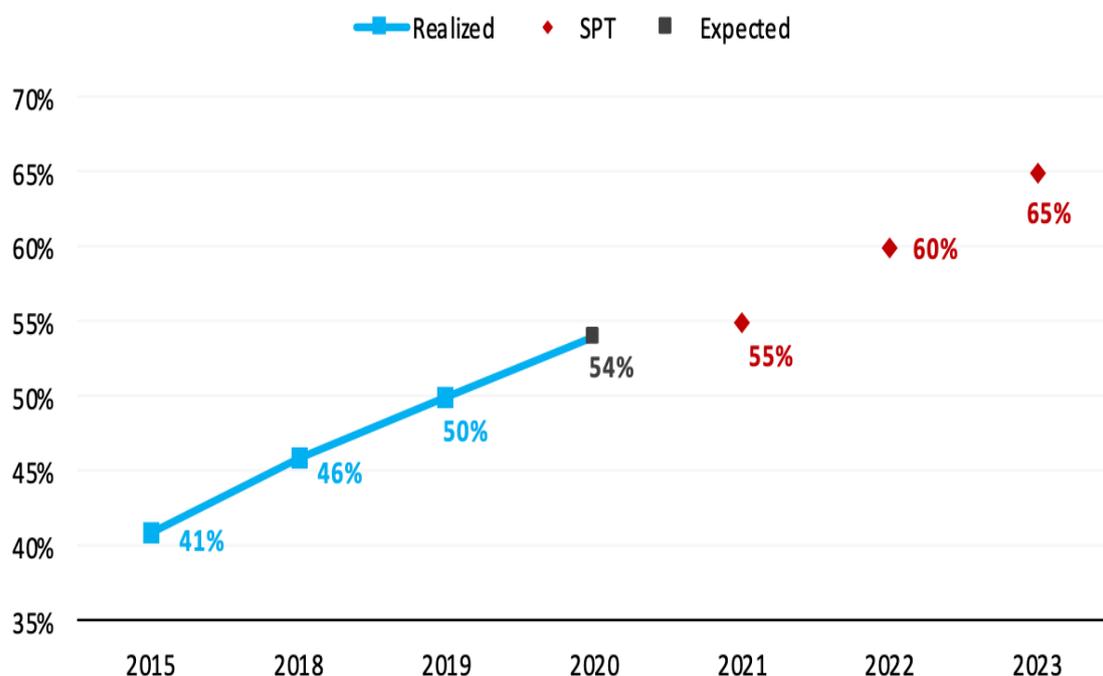
### 3.4.2 Esempio Enel

Enel ha emesso un Sustainable linked bond. Tale obbligazione si basa su due principali obiettivi, misurati da opportuni indicatori. Questi obiettivi sono legati agli SDG in particolare 7 (Assicurare a tutti accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni) e 13 (Promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere i cambiamenti climatici).

Il KPI relativo all'obiettivo 13 ha come obiettivo quello di misurare la quantità di emissioni dirette di gas climalteranti ( $\frac{CO_2}{KWh}$ ). In particolare, l'obiettivo si compone di diversi "step" con risultati nel 2023, 2030 e 2050.

Il secondo indicatore misura la capacità rinnovabile installata, rispetto alla capacità totale installata in percentuale. Questo progetto ha come obiettivo arrivare ad una percentuale del 65% entro il 2023. Come si può anche notare nella Fig. 3.8 che rappresenta la proiezione di tale aumento percentuale dal 2020 al 2023.

**Fig.3.8:** Proiezione dell'andamento KPI relativo al SDG 7 sustainable-linked-bond Enel



**Fonte:** Sustainability -linked-financing framework Enel 2021

Se tali KPI non fossero in linea con le previsioni, questo comporterebbe un aumento del tasso d'interesse verso i creditori. Come si può evidenziare dalla descrizione dei

KPI e degli obiettivi in generale, in linea con la “definizione” di sustainable linked bond, il progetto è quello di migliorare sotto il punto di vista della sostenibilità in generale e non su un determinato obiettivo socio-ambientale.

(Fonte: Sustainability -linked-financing framework Enel 2021).

### **3.5 Criticità del Sistema ESG: Greenwashing e standardizzazione**

#### **3.5.1 Introduzione**

Come abbiamo visto nella Fig. 3.5 gli attori coinvolti nelle informazioni ESG sono molteplici. Sicuramente i principali, per quanto riguarda i dati, sono le imprese e le società di rating. Tuttavia, non sempre ci si trova davanti ad una totale trasparenza nei dati, in particolare alcune imprese “spinte” dalle pressioni esterne e dal desiderio di migliorare la loro “reputazione ESG” possono utilizzare informazioni ingannevoli, e dichiararsi più green di quanto in realtà lo siano, innescando il processo di *Greenwashing*. Questa criticità può portare fondi, potenzialmente sostenibili, ad investire in imprese non del tutto virtuose in sostenibilità, minando il concetto e l’obiettivo generale della finanza sostenibile. Quindi possiamo individuare diverse fonti di rischio del greenwashing: una che nasce dalle imprese stesse, ed un’altra relativa ai gestori di fondi ed asset manager che non sempre, pur gestendo patrimoni volti alla sostenibilità, investono in linea con i principi della finanza sostenibile. Tuttavia, in questa sezione tratteremo maggiormente il “lato azienda”, pur evidenziando alcuni riscontri da studi presenti in letteratura sui fondi d’investimento.

#### **3.5.2 Greenwashing, reputazione e fattori inclini al” marketing ingannevole”**

Per valutare la reputazione di un’impresa non c’è solo la componente “finanziaria” ma anche quella sostenibile. Analizzando le imprese che si sono mosse come first mover in tema sostenibilità, (Loock e Phillips 2020) hanno individuato una percezione positiva da parte dei consumatori, che percepiscono un’impresa finanziariamente solida in grado di essere anche tra le migliori dal punto di vista sostenibile. Questo mette in luce un punto importante del “greenwashing” ovvero, la crescente competitività in campo sostenibile è rappresentata solo dalla necessità di essere un’impresa vista come “economicamente” solida o realmente si vuole modificare il proprio business investendo in sostenibilità?

In questa sezione analizziamo alcuni studi che evidenziano quali fattori portino le imprese ad effettuare marketing ingannevole.

Prima di evidenziare il rischio greenwashing “lato impresa”, ci poniamo l’obiettivo di capire cosa spinga effettivamente i fondi ad investire aspetti ESG, e se tali criteri siano sempre allineati con caratteristiche “soggettive” o “oggettive” dei gestori del fondo. In particolare (Przychodzen et al 2016) analizzano i fattori che spingono i gestori di fondi verso investimenti sostenibili. Spesso i fondi decidono di investire ESG, spinti dalle pressioni degli stakeholder esterni (ad es. pressione dei media e pubblica), dall’avversione al rischio oppure andando a “simulare” il comportamento dei loro competitors al fine di rimanere competitivi. Dal sondaggio effettuato da (Przychodzen et al 2016) a 140 fondi distribuiti in Polonia, Stati Uniti, Gran Bretagna, Spagna e Canada è emerso che meno della metà ritenevano notevolmente importanti gli investimenti sostenibili valutati tramite le caratteristiche extra-finanziarie, e spesso tali fondi sono risultati più attenti alla gestione del rischio sul breve periodo, per evitare danni d’immagine. (Liang et al 2021) vedono il greenwashing come problema d’agenzia, in quanto le scelte degli investitori non sono allineate con quelle dei gestori di fondi, che investono anche in fondi non green; Liang et al analizzando un campione di fondi individuano un contrasto anche tra investitori (caratterizzati da una maggior positività sul lungo periodo per gli investimenti ESG) e gestori di fondi che soltanto nel 37% credono effettivamente al successo di tali investimenti. Questi dati mettono in luce il non allineamento tra gestori di patrimonio e politiche da adottare, soprattutto dichiarandosi fondi sostenibili. Questo oltre che recare danni di agenzia può portare danni alla finanza sostenibile in generali.

In ultima analisi per quanto riguarda il “greenwashing nei fondi” ci dedichiamo brevemente ad un dato non empirico ma attuale, ovvero la recente dichiarazione di Tariq Fancy ex CIO di investimenti sostenibili Black Rock, uno dei più grandi fondi al mondo, tra i primi a promuovere il cambiamento verso la finanza sostenibile. (medium 2021). Nella sua intervista (divisa in tre parti) l’ex CIO fa leva sui comportamenti opportunistici dei gestori di fondo, per cui l’obbiettivo non è realmente la sostenibilità ma il profitto nel breve periodo, anche generato dalle maggiori percentuali su investimenti ESG. Fancy denuncia la distanza tra dati scientifici di esperti in materia di clima da effetti reali che gli investimenti sostenibili possano effettivamente fare. In conclusione, l’ex Black Rock sottolinea il fatto che solo con un intervento del governo (guidato da linee guida di esperti) sarà possibile effettuare realmente una finanza sostenibile. Ovviamente, come ogni intervista, il rumore della soggettività è elevato, tuttavia riteniamo opportuno integrare anche

questo documento poiché narrato da un esperto del settore, che in qualche modo ha sostenuto “dubbi” rispetto agli investimenti sostenibili, avvicinandosi quasi ad una visione più vicino a Friedman, dove il business è business, e per rispettare il benessere comune è opportuno l’intervento politico.

### 3.5.3 Greenwashing ed imprese (Ruiz Blanco et al)

Per quanto riguarda le imprese il greenwashing, accompagnato anche dal socialwashing può essere causato da diversi fattori. (Ruiz-Blanco, Romero et Feijoo 2021) analizzando i bilanci di sostenibilità delle prime cento imprese dell’indice Standard&Poors 500, cercando di individuare i fattori che spingono le imprese a comportamenti ingannevoli (green e social). In particolare, la variabile greenwashing è definita come la differenza tra cosa riportato dall’impresa (misurato a partire dall’analisi testuale, alla quale sono stati assegnati punteggi da 1 a 3 in base alla rilevanza, in dettaglio rilevanza monetaria (3), numerica (2) e testuale-descrittiva (1)) ed il punteggio assegnato da Bloomberg (società di rating). Gli autori sottolineano che il rischio del greenwashing è valutato dalle imprese in base alla probabilità di essere scoperti, se:

$$\text{Beneficio di effettuare greenwashing} > \text{Costo di rischio reputazionale}$$

Allora le imprese sono più inclini ad effettuare rendicontazioni non virtuose.

Nel modello creato la *variabile dipendente* è rappresentata dal greenwashing, calcolata come discusso precedentemente. Tale variabile è stata “scomposta” in due: componente *discorso* e componente *azione (rischio reputazione)*. La prima componente è rappresentata dal punteggio 1-3 assegnato alle frasi, mentre l’azione dal punteggio assegnato dall’ente valutatore terzo Bloomberg.

Sono state effettuate *tre regressioni lineari*: variabile aggregata (ambiente e sociale), ambientale e sociale. Sono state utilizzate diverse *variabili indipendenti*: industrie sensibili all’ambiente ESI (variabile binaria , con valore pari ad 1 nel caso l’impresa sia sensibile all’ambiente, 0 altrimenti ), alta visibilità dell’impresa PVI (variabile binaria , con valore pari ad 1 nel caso l’impresa sia ad alta visibilità, 0 altrimenti), presenza del rapporto di sostenibilità SR (variabile binaria , con valore pari ad 1 nel caso l’impresa presenti rapporti di sostenibilità), 0 altrimenti), presenza linee guida GRI (variabile binaria , con valore pari ad 1 nel caso l’impresa segua le linee guida

GRI, 0 altrimenti), certificazione da terzi AS (variabile binaria, con valore pari ad 1 nel caso l'impresa sia certificata da enti terzi, 0 altrimenti). Inoltre, le *variabili di controllo* sono rappresentate dimensione (SIZE) ed anno (Year). In particolare, il modello utilizzato dagli autori è:

$$GW = \beta_0 + \beta_1ESI + \beta_2PVI + \beta_3SR + \beta_4GRI + \beta_5AS + \beta_6SIZE + \beta_7YEAR + \varepsilon$$

Dove  $\varepsilon$  è il termine d'errore.

Per testare l'effetto delle variabili (indipendenti e di controllo) su GW è stato utilizzato l'OLS. Non sono inoltre riscontrati problemi di multicollinearità. Analizzando i risultati di "**GW aggregata**", gli autori hanno osservato che il GW aggregato è più basso in presenza di imprese sensibili all'ambiente (*t-stat* -5.893, *sig.* 0.000), che effettuano report di sostenibilità (*t-stat* 1.974, *sig.* 0.049), seguono le linee guida GRI (*t-stat* 5.809, *sig.* 0.000), sono certificate da enti terzi (*t-stat* 2.508, *sig.* 0.013) e più grandi (*t-stat* 2.925, *sig.* 0.004).

Per quanto concerne le due variabili green e social separate i risultati ottenuti portano a conclusioni simili rispetto al GW aggregato, con alcune eccezioni. Il GW aggregato supporta le ipotesi 1 (meno GW nelle imprese ESI), 3 (meno GW nelle imprese con SR), 4 (meno GW nelle imprese che utilizzano GRI), 5 (meno GW nelle imprese che assicurano / certificano i report da enti terzi). Mentre i risultati non supportano l'ipotesi 2 (meno GW in un'impresa ad elevata visibilità). Quest'ultimo risultato riteniamo che sia molto interessante, perché seppur il campione in analisi risulta limitato ad imprese statunitensi, fa emergere che i criteri ESG non sono sempre legati alla reputazione ed alla visibilità aziendale, e probabilmente le imprese valutano se utilizzare in modo corretto tali informazioni in base all'effettivo vantaggio costi/benefici.

Mentre la sola variabile **greenwashing** supporta l'ipotesi 1 (*t-stat* -5.893, *sig.* 0.000), l'ipotesi 4 (*t-stat* - 4.339, *sig.* 0.000), l'ipotesi 5 (*t-stat* -2.911, *sig.* 0.004).

Ed infine, la sola variabile **socialwashing** supporta l'ipotesi 1 (*t-stat* -5.269, *sig.* 0.000), l'ipotesi 3 (*t-stat* -2.562, *sig.* 0.011), e l'ipotesi 4 (*t-stat* -2.510, *sig.* 0.013).

Possiamo riassumere i risultati ottenuti da (Ruiz-Blanco, Romero et Feijoo 2021) nella Fig. 3.9

**Fig. 3.9:** tabella riassuntiva delle ipotesi modello econometrico di Ruiz-Blanco et all

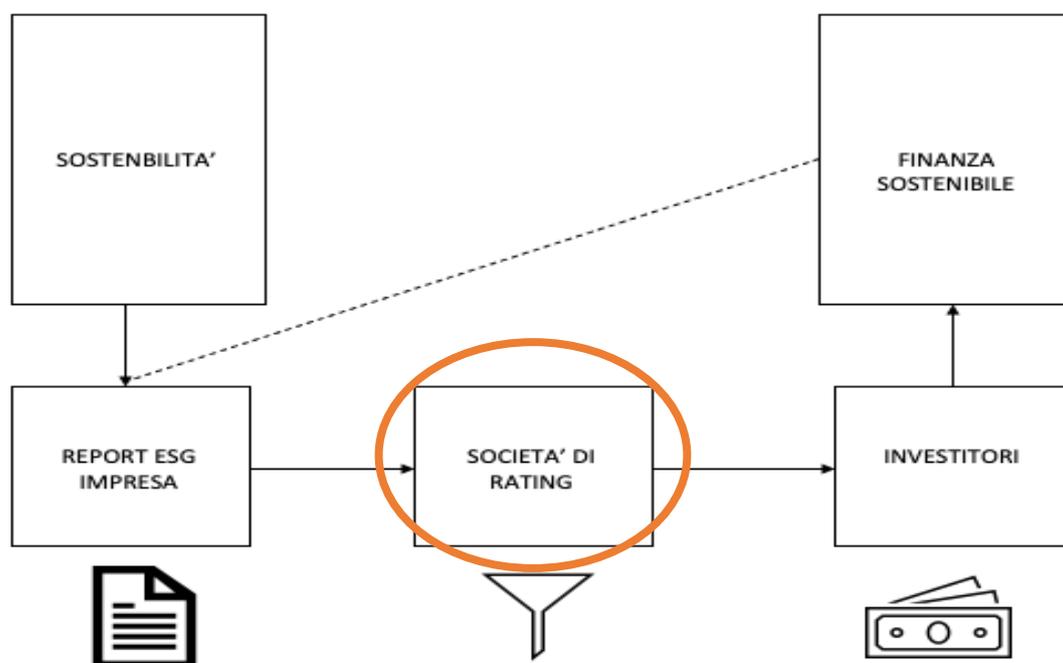
IPOTESI		Greenwashing aggregato	Greenwashing	Socialwashing
H1	Le imprese più sensibili ad aspetti ambientali sono meno inclini ad effettuare greenwashing			
H2	Le imprese con maggior visibilità sono meno soggette a greenwashing			
H3	Le imprese che effettuano report di sostenibilità sono meno soggette ad effettuare greenwashing			
H4	Le imprese che utilizzano linee guida GRI effettuano meno greenwashing			
H5	Le imprese che certificano (tramite terzi) i loro report sono meno inclini al greenwashing			

**Fonte:** Green, blue or black, but washing -What company characteristics determine greenwashing? Ruiz-Blanco, Romero et Feijoo 2021 ed elaborazione personale.

Altri studi come ad esempio (Kim e Lyon 2015) individuano nell'aumento della produzione, settori deregolamentati e nelle imprese in crescita un maggior rischio di greenwashing. Nello stesso studio, analizzando la salienza degli shareholders, gli autori individuano che in presenza di bassi rendimenti si è più inclini ad effettuare tali pratiche, e che l'unico elemento mitigatorio è rappresentato dalle autorità ed in generale da controlli effettuati da terze parti.

### 3.6 Standardizzazione

Fig. 3.10: Schema del passaggio da sviluppo sostenibile a finanza sostenibile, ed i principali attori, in particolare le società di rating.



Fonte: Elaborazione personale

#### 3.6.1 Introduzione

L'ultimo punto da analizzare riguarda la mancanza di standardizzazione, la quale causa "confusione" aumentando la rumorosità dei dati sia agli investitori, che si trovano davanti a diverse valutazioni da parte delle società di rating (a volte contrastanti), sia per gli amministratori delegati o il management in generale che non ha un benchmark di riferimento nel comparto "sostenibilità". Le società di rating sono una sorta di "filtro" in questo caso, definiscono un punteggio di sostenibilità per le imprese, che da un lato fornisce una comprensione molto veloce del livello ESG, ma allo stesso tempo lascia alcune lacune. Le società provider di dati che si occupano di criteri ESG sono molteplici, secondo uno studio SGIA le società di rating nel 2018 erano circa 195. Le più importanti sono: Sustainalytics, Thomas Reuters, Bloomberg, Morningstar ed MSCI. Ogni fornitore di dati valuta i tre pilastri E, S, G in modo proprietario, andando a generare delle divergenze tra i punteggi. (OCSE 2020)

MSCI e Sustainalystics mirano a valutare rischi ed opportunità in ambito ESG, per coadiuvare l'investitore nell'allocazione del capitale in portafogli ESG. Thomson Reuters ha circa 400 diverse metriche, raggruppate in 10 principali categorie (tre relative al tema ambientale, quattro al tema sociale e tre alla governance). Infine, Bloomberg, nel processo di creazione del punteggio ESG, pone maggior attenzione alle pratiche E ed S rispetto alla governance.

**Fig.3.11:** Fattori principali di E-S-G utilizzati da alcune società di rating

FATTORE	Thomson Reuters	MSCI	Bloomberg
<b>AMBIENTALE (E)</b>	Utilizzo delle Risorse	Cambiamento Climatico	Emissioni di carbonio
	Emissioni	Risorse naturali	Effetti del cambiamento climatico
	Innovazione	Inquinamento e rifiuti	Inquinamento
		Opportunità ambientali	Smaltimento rifiuti
			Energia rinnovabile
			Esaurimento delle risorse
FATTORE	Thomson Reuters	MSCI	Bloomberg
<b>SOCIALE (S)</b>	Forza lavoro	Capitale umano	Catena di approvvigionamento
	Diritti Umani	Responsabilità del prodotto	Discriminazione
	Comunità	Opposizione degli stakeholder	Contributi politici
	Responsabilità del prodotto	Opportunità sociali	Diversità
			Diritti umani
			Relazioni con la comunità
<b>GOVERNANCE (G)</b>	Management	Corporate governance	Diritti degli azionisti
	Shareholders	Corporate behaviour	Difesa da takeover
	Strategia CSR		Amministratori indipendenti
			Compensazione dei dirigenti
			Voto cumulativo

**Fonte:** ESG investing: Practices, Progress and Challenges, OCSE 2020 ed interpretazioni personali.

Al fine di diminuire la “confusione” che si può generare in investitori ed amministratori, anche diverse Borse stanno implementando proprie linee guida riferite agli investimenti sostenibili ed al reporting ESG. Ad esempio, NASDAQ fornisce una linea guida in cui sono presenti dieci metriche per ogni pilastro ESG; inoltre, nella linea guida viene brevemente descritta ogni metrica.

Sicuramente il fatto che le informazioni di input, siano valutate in modo differente, generando di conseguenza output diversi, può creare lacune nella finanza sostenibile.

### **3.6.2 Analisi dei rating (Berg et al. 2019)**

Un’ulteriore analisi è stata analizzata da uno studio sulla divergenza tra le società di rating, effettuato da (Florian Berg et al. 2019)

Lo studio analizza cinque importanti società di rating ed analizza la divergenza sotto tre aspetti:

**Divergenza di portata:** Questa divergenza è dovuta all’utilizzo di diverse categorie. Alcune società di rating usano diversi attributi per misurare la stessa categoria, questo porta a valori aggregati diversi per le varie società di rating.

**Divergenza di misurazione:** Questa divergenza si presenta quando gli stessi attributi vengono misurati con KPI diversi. Ad esempio l’allineamento della governance a pratiche ESG può essere valutata in base alla presenza di amministratori indipendenti o ad esempio in base alla grandezza del CdA, i due indicatori probabilmente saranno correlati positivamente ma porteranno a risultati finali diversi.

**Divergenza di peso:** Divergenze dovuta all’importanza che viene assegnata alle categorie. In questo caso questa divergenza può essere associata anche alla divergenza di portata, infatti quando una categoria non risulta presente nella valutazione ad essa sarà assegnato un peso pari a zero.

L’autore individua della misurazione la più grande fonte di divergenza, seguita dalla portata, mentre il peso rappresenta soltanto in minima parte tale divergenza.

Lo studio è stato condotto utilizzando cinque provider di dati: KLD (MSCI Stats dataset), Sustainalytics, Vigeo-Eiris, Asset4 e Robeco Sam.

Gli autori hanno utilizzando un campione comune formato da 823 società valutate da tutte e cinque le società di rating. In particolare, lo studio è stato condotto con dati relativi all'anno 2014. Nella Fig. 3.12 Si possono individuare punteggio medio, deviazione standard, massimo e minimo dei punteggi assegnati dalle cinque società alle 823 imprese.

**Fig 3.12:** Descriptive statistics of common sample in 2014

<b>Descriptive Statistics of common sample in 2014.</b>					
	Sustainalytics	RobecoSAM	Vigeo-Eiris	KLD	Asset4
Observations	823	823	823	823	823
Mean	61.36	49.61	33.91	2.44	72.12
Standard Deviation	9.52	20.91	11.46	2.28	24.12
Minimum	36	13	6	-4	3.26
Median	61	46	33	2	80.47
Maximum	89	94	67	9	97.11

**Fonte:** Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings, (Berg et al 2019).

La principale differenza che gli autori evidenziano tra i rating ESG ed i rating di credito sono le grandi differenze in termini di correlazione tra i vari rating. Infatti, per quanto riguarda i rating di credito, ad esempio, Moody's e S&P hanno una correlazione molto elevata, e le due società hanno un livello di accordo quasi totale (0.98), mentre come si può notare nella Fig. 3.13 le correlazioni ESG sono più basse, con una correlazione media 0.61, ed in generale valori sono compresi tra 0.73 e 0.42. Inoltre, si può notare che le due società con correlazione peggiore sono individuabili in KLD e Asset4, in questo caso i due provider di dati sono in accordo soltanto al 42%. In verde sono evidenziati i valori massimi ed in rosso i minimi, nell'ultima colonna è presente il valore medio per il termine aggregato e per i singoli termini E-S-G

In aggiunta, è possibile notare le correlazioni delle cinque società, sia sul valore ESG aggregato che sui singoli fattori E, S e G dell'acronimo. Anche in questo caso, il valore più basso è individuabile tra KLD e Asset4, che presentano una correlazione di -0.01 rispetto a G, 0.24 rispetto ad S ed infine di 0.55 rispetto al parametro

ambientale. Nello studio condotto da (Berg et al. 2019) si può osservare un'ulteriore evidenza, analizzando la tassonomia comune individuata dagli autori.

**Fig. 3.13:** Correlazioni tra le cinque società di rating

	Sustainalytics - Vigeo-Eiris	Sustainalytics - KLD	Sustainalytics - RobecoSAM	Sustainalytics - Asset4	Vigeo-Eiris - KLD	Vigeo-Eiris - RobecoSAM	Vigeo-Eiris - Asset4	KLD - RobecoSAM	KLD - Asset4	RobecoSAM - Asset4	MEDIA
<b>ESG</b>	0,73	0,53	0,68	0,67	0,48	0,71	0,71	0,49	0,42	0,64	0,61
<b>E</b>	0,70	0,61	0,66	0,65	0,55	0,74	0,66	0,58	0,55	0,70	0,64
<b>S</b>	0,61	0,28	0,55	0,55	0,33	0,70	0,68	0,24	0,24	0,66	0,48
<b>G</b>	0,55	0,08	0,53	0,53	0,04	0,78	0,77	0,24	-0,01	0,81	0,43

**Fonte:** Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings, (Berg et al 2019) ed elaborazione personale.

### Tassonomia comune di Berg et al

Per individuare una tassonomia comune, gli autori hanno raggruppato indicatori simili: ogni volta che due o più indicatori di società di rating differenti misurano il medesimo attributo (ad esempio emissioni) vengono inseriti all'interno di una categoria. Con tale processo da un totale di 641 indicatori sono state individuate 64 categorie. Per eliminare la soggettività di tale tassonomia sono stati effettuate diversi confronti sia con altri autori che con la tassonomia del Sustainability Accounting Standards Board, ottenendo risultati robusti. Dopo aver individuato le 64 categorie, è stata calcolata la correlazione tra le agenzie di rating, a livello di categoria. Per quanto riguarda il punteggio delle categorie, esso è pari al valor medio degli indicatori della categoria.

In Fig. 3.14 possiamo individuare un'estrapolazione della tabella totale, ci sono dei dati importanti da notare; infatti, si possono notare anche correlazioni negative (cerchiate in rosso), ovvero le società di rating su alcune categorie hanno criteri non solo diversi, ma in alcuni casi opposti. La differenze nei punteggi di categoria sono

associabili alla divergenza di misura , mentre le “celle” vuote, sono associabili alla divergenza di portata. Sull’asse delle ordinate è possibile visionare le categorie (40 nella figura sottostante), mentre sull’asse delle ascisse le correlazioni tra le varie imprese di dati ESG. Inoltre, in tale figura possiamo individuare in verde le correlazioni superiori allo 0.50, in giallo le correlazioni comprese tra 0.45 e 0.30, in arancione le correlazioni comprese tra 0.25 e -0.10, ed infine in rosse le altre correlazioni maggiormente negative.

Come si evince da questo studio, anche ad un livello maggiore di granularità si possono trovare evidenze relative alla non concordanza dei parametri con cui le società di rating valutano i punteggi ESG, e quindi il punteggio di sostenibilità delle imprese. Una possibile soluzione a tali problemi (greenwashing e mancata standardizzazione) è individuabile in una tassonomia comune, in particolare l’UE sta lavorando a questo, ed entro il 2022, sarà utilizzata soprattutto per i dati relativi alla caratteristica “E” una tassonomia europea, di cui parleremo al termine di questo capitolo.

**Fig. 3.14:** correlazione tra le categorie individuate dalla tassonomia

	KL:A4	KL:RS	KL:SA	KL:VI	RS:A4	RS:SA	SA:A4	VI:A4	VI:RS	VI:SA	Average
Access to Basic Services	0.34		0.42				0.48				0.41
Access to Healthcare	0.52	0.53	0.59		0.55	0.65	0.65				0.58
Animal Welfare							0.61				0.61
Anti-Competitive Practices	0.55			-0.04				-0.05			0.15
Audit							0.64	0.57		0.55	0.58
Biodiversity	0.03	0.00		0.04	0.47			0.41	0.67		0.27
Board							0.51	0.59		0.38	0.49
Business Ethics	0.34	-0.07	0.05		-0.11	0.34	-0.03				0.09
Chairman Ceo Separation							0.56				0.56
Child Labor	0.49										0.49
Climate Risk Mgmt.	0.44	0.45			0.56						0.48
Clinical Trials							0.60				0.60
Collective Bargaining							-0.05	0.00		0.51	0.16
Community and Society	0.20	0.21	-0.24	0.28	0.58	-0.15	-0.01	0.50		-0.07	0.18
Corruption	-0.13		0.27	0.30			-0.18	-0.16		-0.56	0.11
Customer Relationship	-0.04	-0.08	0.27	-0.08	0.46	-0.17	-0.15	0.52	0.50	-0.08	0.12
Discrimination and Diversity	0.00		-0.04	-0.03			0.61	0.62		0.63	0.30
Electromagnetic Fields						0.49					0.49
Employee Development	0.34	0.32	0.00	0.29	0.57	0.18	0.32	0.29	0.38	0.19	0.29
Employee Turnover							0.40				0.40
Energy	0.27	0.31	0.12	0.24	0.22	0.26	0.30	0.45	0.37	0.38	0.29
Environmental Fines							0.17				0.17
Environmental Mgmt. System	-0.07		0.63				0.41				0.32
Environmental Policy					0.63	0.50	0.52	0.62	0.63	0.52	0.57
Environmental Reporting					0.39	0.52	0.25				0.39
Financial Inclusion			0.29								0.29
Forests											
GHG Emissions	-0.17		-0.11	-0.05			0.35	0.48		0.30	0.13
GHG Policies					0.41	0.28	0.68				0.45
GMOs					0.19	0.44	0.41				0.35
Global Compact Membership							0.86				0.86
Green Buildings	0.22	0.48	0.56		0.08	0.39	0.21				0.32
Green Products	0.38	0.28	0.26	0.13	0.56	0.40	0.52	0.35	0.38	0.46	0.37
HIV Programmes							0.73				0.73
Hazardous Waste						0.20	0.09				0.15
Health and Safety	0.28	0.24	-0.04	0.30	0.58	-0.15	-0.17	0.71	0.63	-0.14	0.23
Human Rights	0.11		-0.10	0.13			0.65	0.46		0.01	0.11
Indigenous Rights	-0.10		0.35				-0.27				-0.01
Labor Practices	0.05	-0.13	0.13	-0.03	0.38	0.18	0.34	0.48	0.55	0.19	0.21
Lobbying										-0.28	-0.28

Fonte: Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings, (Berg et al 2019)

### **3.7 Action Plan e tassonomia europea (con esempio)**

#### **ACTION PLAN**

Al fine di promuovere e coordinare in modo efficiente e standardizzato un sistema finanziario sostenibile, nel 2018, la Commissione Europea ha pubblicato un “Piano d’azione per la finanza sostenibile”, conosciuto anche come Action Plan. Tale documento è composto da dieci azioni necessarie per integrare la sostenibilità nelle scelte di investitori ed imprese. Principalmente si fa leva su alcuni aspetti chiave come: l’importanza della rendicontazione non finanziaria, la valorizzazione di criteri ESG da parte degli investitori nelle loro scelte di portafoglio, inclusione di rischi ambientali, utilizzo ed individuazione di una tassonomia europea per la finanza sostenibile, considerazioni ambientali, sociali e di buona governance nei requisiti degli istituti di credito, ed infine l’utilizzo di marchi UE che permettono di agevolare l’investitore nell’individuare investimenti “green”.(Consob 2020)

La Commissione Europea ha nominato un Technical Expert Group (TEG), formato da esperti in finanza sostenibile. I compiti principali del TEG sono quelli di effettuare consulenze sulle principali azioni dell’Action Plan, in particolare su tassonomia, rendicontazione, individuazione di benchmark low-carbon e positive-carbon impact ed individuare standard e certificazioni di qualità dei Green Bond. Il regolamento (UE) 2020/852 relativo alla Tassonomia dell'UE" è entrato in vigore il 12 luglio 2020. La tassonomia è un driver importante per aumentare la conoscenza e l’utilizzo della finanza sostenibile, delineando un “linguaggio comune” utile sia alle imprese che agli investitori che mirano alla sostenibilità. Inoltre, al fine di espandere il mercato di obbligazioni “Green”, per ora principalmente limitato a settori energetici, dei trasporti ed edili, la Commissione Europea ha proposto lo standard obbligazionario green europeo (EUGBS). Tale standard mira a migliorare il posizionamento e le ambizioni ambientali nel mercato delle obbligazioni green.

Le obbligazioni green dovranno essere in linea con la tassonomia europea per la finanza sostenibile, e delineare in maniera trasparenza l’allocazione dei proventi di tali obbligazioni. I due punti sopra citati (allineamento alla tassonomia e trasparenza) saranno poi controllati da un revisore esterno, per assicurarne il corretto adempimento. Infine, un ulteriore supervisione sarà effettuata dall’ European Securities and Markets Authority (ESMA). (Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union 2018). Il percorso della tassonomia segue due binari:

uno legislativo (regolamento) ed un tecnico, tramite le definizioni dei criteri tecnici individuati dal TEG.

Un importante regolamento, in termini di finanza sostenibile ed applicazione della tassonomia, è il regolamento (UE) 2019/2088 del parlamento europeo e del consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari. L'interpretazione di tale regolamento introduce obblighi di reporting ed una definizione di investimento. L'investimento sostenibile viene definita come: *“investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali;* (Commissione Europea, Regolamento 2019/2088, Articolo 2 punto 17).

Il regolamento non pone soglie particolari, ma tutti i soggetti che forniscono prodotti d'investimento sostenibile all'interno dell'Unione Europea devono effettuare la disclosure. In tale regolamento sono elencati anche i soggetti che devono effettuare la disclosure; essi vanno dai gestori di fondi alternativi, ai fondi di pensione, assicurazioni, ecc. I soggetti che redigono la disclosure devono analizzare il portafoglio e considerare se gli asset presenti nel portafoglio possono essere riconducibili a portafogli eco-sostenibili. Per quanto riguarda l'aspetto tecnico, Il TEG ha lavorato principalmente su criteri ambientali, mentre i criteri sociali (salvaguardia dei criteri minimi sociali) sono presenti nel regolamento della tassonomia, avente come linee guida i criteri sociali dettati dall'OCSE e dall'ONU. In particolare, i 6 principali obiettivi ambientali per la tassonomia sono: mitigazione dei cambiamenti climatici, adattamento ai cambiamenti climatici, utilizzo delle risorse idriche, economia circolare, prevenzione dell'inquinamento e biodiversità. Il

TEG si è principalmente occupato dei primi due punti, gli altri quattro punti sono affrontati da un nuovo soggetto: la Sustainable platform.

### **3.7.1 Tassonomia e lavoro del TEG**

Il lavoro del TEG ha creato una base di partenza su cui si baserà la Commissione Europea. Nel 2022 il tipo di report sarà inerente ai primi due punti ambientali ovvero: mitigazione ed adattamento. In particolare, tutti i soggetti sottoposti alla dichiarazione di carattere non finanziario dovranno indicare la percentuale di investimenti derivanti da prodotti e servizi in linea con la tassonomia. Sono stati individuati sette settori all'interno della tassonomia: energia, trasporto, acqua e rifiuti, edifici, agricoltura e foreste, industria ed ICT. Questi settori sono stati individuati sulla base del contributo di emissioni di gas climalteranti. Inoltre, le attività economiche sono state classificate dal TEG in: attività low-carbon, attività in transizione ed attività abilitanti.

Le low-carbon sono soggette a ridotte emissioni di gas climalteranti (ad es. energia rinnovabile e trasporto a zero emissioni); le attività in transizioni sono attività che sono in linea con i criteri di decarbonizzazione, esse si basano sulle migliori tecnologie attualmente disponibili, per questo i criteri sono soggetti a revisioni periodiche in quanto c'è un rapido avanzamento delle tecnologie; infine le tecnologie abilitanti sono necessarie nel processo di riduzione di gas climalteranti in altre attività(ad es. caldaie efficienti negli edifici).

La tassonomia prevede cinque step al fine di valutare la percentuale di eco-sostenibilità nelle attività dell'impresa. Ad esempio, possiamo analizzare un esempio applicato ad un'azienda che produce energia presentato da un membro del TEG (Masoni 2020)

### **3.7.2 Esempio Tassonomia sulla percentuale del fatturato in una impresa multiutility**

Ipotizzando di analizzare un'impresa multiutility. L'impresa è formata da 3 attività: impianto eolico, impianto idroelettrico ed una centrale al carbone. In particolare, l'impianto eolico rappresenta il 50% del fatturato mentre le restanti attività 25% del fatturato ciascuna. Possiamo individuare 5 step, poi riassunti nella Fig. 3.15

**STEP 1:** è rappresentato dalla ripartizione del fatturato sulla base delle diverse attività economiche.

**STEP2:** è rappresentato dal contributo sostanziale alla mitigazione che le diverse tecnologie possono offrire. Nell'esempio possiamo notare come la centrale a

carbone non dia un contributo, in quanto i combustibili fossili non sono compatibili con il Green Deal e l'accordo di Parigi. In secondo luogo, per l'idroelettrico ci sono delle soglie, nel dettaglio le emissioni prodotte devono essere inferiori a 100 g di CO2 equivalente, nell'esempio il dato non è disponibile, quindi questa parte risulta non elegibile per la tassonomia. Infine, l'eolico è sempre inferiore ai 100g / KWatt ora e per questo risulta elegibile.

**STEP 3.** è il DNSH, ovvero le attività non devono creare nessun danno rilevante agli altri obiettivi ambientali, in questo caso l'investitore deve fare una due diligence.

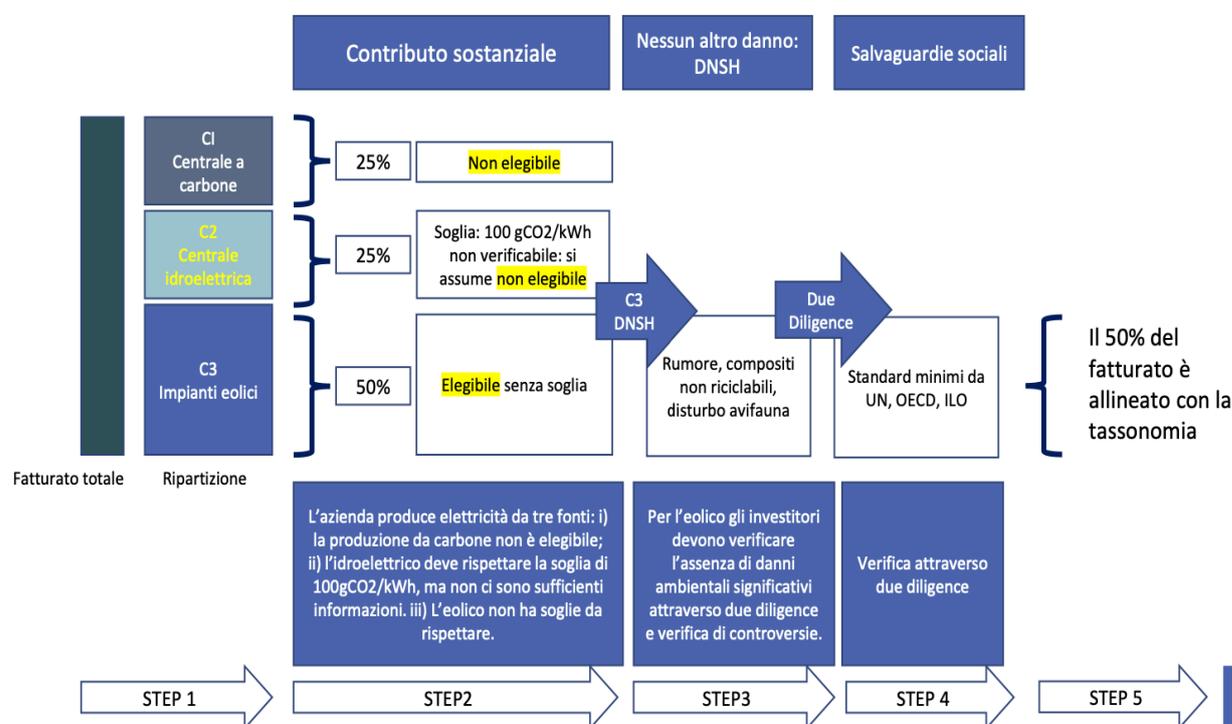
Una volta superati gli step ambientali si può passare allo

**STEP 4.** Il quale prevede che le imprese garantiscano gli standard sociali minimi dettati da OECD, UN.

È possibile concludere l'esempio riportato dal membro del Teg (Masoni 2020) con l'ultimo step:

**STEP5.** in cui si evince che il 50% del fatturato aziendale risulta essere in linea con la tassonomia

Fig. 3.15: Esempio tassonomia impresa produttrice di energia



Fonte: Forum finanza sostenibile, presentazione Lovisolo\_Masoni (TEG)2020.

In questo capitolo sono stati analizzati diversi punti in cui la sostenibilità, ed i criteri ESG possono avere dei riscontri positivi. Tuttavia, è stato anche evidenziato che in alcuni casi non sempre il “sistema ESG” sia virtuoso, poiché comportamenti opportunistici degli attori e difficoltà di standardizzazione possono limitare l’effetto di tali pratiche. L’intervento dei regolatori e l’utilizzo della Tassonomia potranno avere degli effetti positivi su tali aspetti, cercando di spingere tale economia verso una totale integrazione dei criteri di sostenibilità. Inoltre, in queste analisi sono emersi anche aspetti citati nel Cap.1 relativi alla stakeholder ed alla shareholder theory, in particolare evidenziando l’effettiva difficoltà nel cercare di massimizzare il benessere comune, e spesso traendo la conclusione che gli impegni delle imprese di mitigare le esternalità negative, siano spinti da controlli e regole imposte dai governi, più che dal desiderio di creare valore condiviso. Tuttavia, questo non vuol dire che non ci siano imprese virtuose ed investitori che puntino effettivamente al lungo periodo, ma piuttosto che il passaggio da “breve” a “lungo” necessita ancora di alcuni interventi. Tali interventi dovrebbero riuscire a far interagire obiettivi di massimizzazione del profitto, con effettivi benefici mitigatori, dove gli investitori, in presenza di rischi minori sarebbero disposti a rendimenti leggermente inferiori ma meno rischiosi, ed allo stesso tempo la diminuzione dei rischi dovuti alle esternalità comporterebbe un effettivo miglioramento dello stile di vita globale ed aziendale.

Nel prossimo capitolo cercheremo di evidenziare gli attuali strumenti per valutare interessi di stakeholder ed impresa, ed in particolare su un caso specifico (Gruppo Enel) cercheremo di vedere come aspetti E-S-G siano integrati nel processo di creazione di valore e politica aziendale.

# CAPITOLO 4

## Il caso Enel

### 4.1 Introduzione generale

Nel seguente capitolo l'obiettivo è quello di individuare l'integrazione dei criteri ESG all'interno della strategia aziendale, bilanciandola con i bisogni di vari stakeholder (compresi gli azionisti). Non vogliamo dimostrare una diminuzione del gap tra stakeholder theory e shareholder theory tramite processi ESG, ma ci limitiamo a capire l'integrazione ed i punti in comune tra essi. In particolare, si cercherà di individuare i temi più rilevanti, partendo dai bilanci di sostenibilità, e più nel dettaglio valutando le matrici di materialità / priorità nel periodo 2015-2020. Risulta interessante analizzare tale periodo poiché a partire dal piano 2015-2019, e successivamente durante il piano 2020-2022, il Gruppo Enel ha costruito la propria strategia integrando temi ESG (in particolare ambientali), mirando all'ambizioso traguardo di neutralità carbonica nel 2050.

Nel corso del capitolo verranno analizzati i principali dati relativi alla sostenibilità del gruppo, in particolare i temi di "maggior priorità" individuati dallo studio sulla matrice.

#### 4.1.1. Breve descrizione dei principali fattori esogeni del settore

In generale il settore delle utilities energetiche gioca un ruolo importante nel processo di decarbonizzazione, ed inoltre, l'incremento di produzione generata da fonti rinnovabili potrebbe portare alla diminuzione di un rischio tipico del settore, ovvero il *rischio di commodity* (oltre alla mitigazione del *rischio climatico*). Infatti, il settore energetico è soggetto a volatilità nel prezzo delle commodity (petrolio, carbone, gas). In tal caso ricorrere ad un maggior apporto da fonti rinnovabili, oltre che diversificare geograficamente le fonti di approvvigionamento, gioca un ruolo forza.

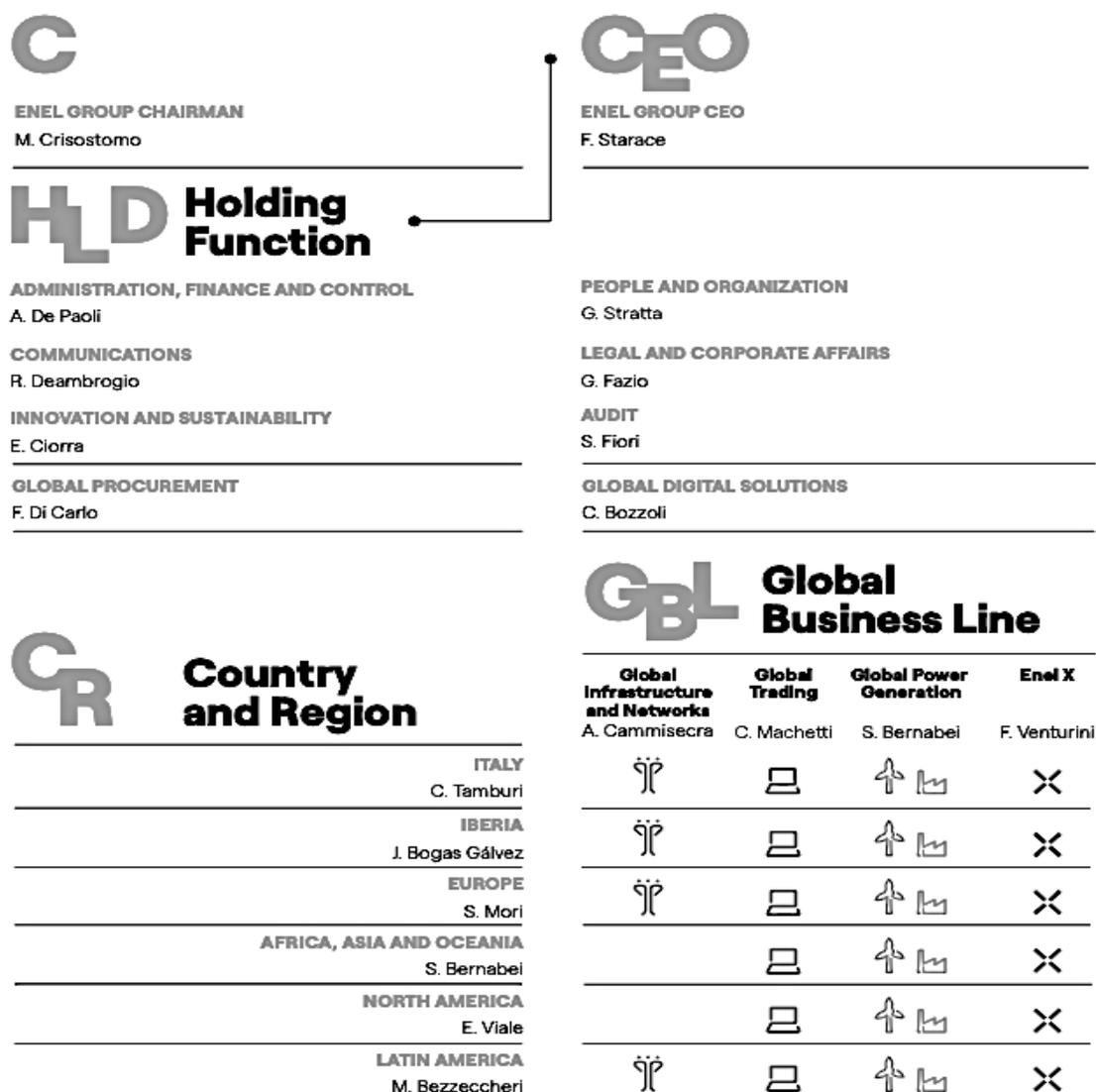
I *trend macroeconomici* (ad esempio: tasso di cambio, cambiamenti politici e regolamentari, PIL ed inflazione), essendo Enel una multinazionale dislocata in diversi paesi, giocano un'ulteriore punto di criticità. Alle volatilità delle commodity ed alle variazioni macroeconomiche, si affianca l'andamento della *domanda di energia* non sempre stabile (Nel 2020 si è registrato un calo di circa il 5,3% della domanda di energia, dovuta in particolar modo alla pandemia covid-19). Tuttavia, anche secondo le decisioni dei policy maker, descritte nei capitoli precedenti, la

sostenibilità deve essere integrata fin da subito in tali imprese per cercare di raggiungere determinati obiettivi. Ora, dopo una breve descrizione del gruppo Enel, ci addenteremo più nel dettaglio nei criteri ESG, cercando di valutare se essi siano integrati, nel corso del tempo, all'interno della strategia di un'impresa, che mira alla giusta transizione, in particolar modo cercando di essere *first mover* in tema di rinnovabili e digitalizzazione.

#### 4.1.2. Enel in generale (Descrizione modello organizzativo del gruppo)

Enel è una multinazionale, diversificata geograficamente<sup>13</sup> (Italia, America Latina, America, Russia, Penisola Iberica, Africa, ... ) ed inoltre è dotata di diverse linee di business. Più nel dettaglio nella Fig. 4.1 è possibile individuare il modello organizzativo utilizzato dal Gruppo Enel.

Fig. 4.1: Modello Organizzativo Gruppo Enel



<sup>13</sup> Nel 2020 il gruppo Enel era presente in 47 paesi differenti.

**Fonte:** Relazione finanziaria annuale consolidata Enel 2020

In particolare, le linee di business hanno come scopo quello di ottimizzare le prestazioni delle attività generando un miglioramento nel ritorno del capitale investito. In dettaglio, tra le linee di business possiamo identificare:

1. **Global Infrastructure and Network:** Essa ha l'obiettivo di aumentare la digitalizzazione nelle infrastrutture di rete e guidare le infrastrutture ad un processo di decarbonizzazione creando sempre un maggior numero di collegamenti ad utenti finali.
2. **Global Trading:** Questa linea di business si occupa principalmente del mercato all'ingrosso di energia.
3. **Global Power Generation:** Linea di business caratterizzata da investimenti in rinnovabili, con lo scopo di aumentare il mix- energetico, spostandosi da attività ad *high-carbon* (ad esempio impianti a carbone) ad attività *low-carbon* (da fonti rinnovabili).
4. **Enel X:** Nasce nel 2017 ed ha come scopo principale quello dell'elettrificazione e dell'aumento dell'economia circolare<sup>14</sup>. È formata da cinque global line che si occupano di: città, casa, industrie, mobilità e servizi finanziari. Per quanto riguarda le città, si occupa principalmente di illuminazione pubblica e fibra. Per quanto riguarda e-Home, i principali servizi riguardano la domotica e la generazione da fonte rinnovabile. Inoltre, Anche il settore della mobilità, si trova innanzi ad un cambiamento. Enel X in tal senso, opera nel campo della mobilità offrendo infrastrutture di carica. Tutte queste global line rientrano in processi di decarbonizzazione ed elettrificazione, anche andando a supportare altri settori in tali pratiche. Infine, un ultimo servizio, scollegato ai precedenti è rappresentato dai servizi finanziari, con innovativi metodi di pagamento.

Per quanto riguarda la parte sinistra della struttura a matrice (in basso nella Fig. 4.1) è possibile vedere una suddivisione in Paesi e Regioni, questi giocano un ruolo fondamentale nella gestione della regolamentazione e nell'attività di vendita di gas ed energia nei vari Paesi. Tuttavia, la struttura a matrice è associata una funzione globale di servizio, che ha come scopo principale svolgere le attività di

---

<sup>14</sup> Enel X collabora con le industrie, per migliorare il loro livello di circolarità con il Circular Economy Boosting. In tal caso le imprese vengono valutate, con opportuni dati di utilizzo energetico e di materiali; successivamente Enel X interviene come consulente, consigliando una serie di modifiche. Infine, viene nuovamente misurato il livello di circolarità

comunicazione ed acquisti per la totalità del Gruppo. Infine, la funzione di Holding svolge i processi di governance relativi al Gruppo.

Dopo aver descritto in modo sintetico il modello organizzativo risulta interessante vedere come Enel sia valutato dal punto di vista ESG dalle varie società di rating.

**Fig. 4.2: Valutazione da parte dei vari Rating Gruppo Enel in termini ESG nel 2020**

	Rating	Ranking	Media del settore	Scala (basso   alto)
<b>MSCI</b>	<b>AAA</b>	<b>Top 10</b> (n = 147)	BBB	CCC   AAA
<b>Sustainalytics ESG Risk Rating</b>	<b>23,6</b> rischio medio	<b>24/215</b> electric utilities	36,7	100   0
<b>S&amp;P ESG Scores</b>	<b>89</b>	<b>2/101</b> electric utilities	45	0   100
<b>CDP</b>	<b>A</b> (climate) <b>A-</b> (water)	-	B B	D   A
<b>Refinitiv ESG Rating</b>	<b>89</b>	<b>1/232</b> electric utilities	-	0   100
<b>FTSE Russell ESG Rating</b>	<b>5</b>	<b>1°</b> electric utilities	-	0   5
<b>Vigeo Eiris ESG Rating</b>	<b>76</b>	<b>1/+4.000</b> tutti i settori	47	0   100
<b>ISS ESG Score</b>	<b>B-</b>	-	C-	D-   A+
<b>RepRisk Rating</b>	<b>31</b>	-	44	100   0

**Fonte:** Bilancio di Sostenibilità Gruppo Enel 2020

Dalla Fig. 4.2 ritorna il concetto di mancata standardizzazione (Vedere Capitolo 3). Effettivamente i rating in generale rappresentano il Gruppo attribuendogli un punteggio alto, tuttavia non sempre c'è un totale accordo. Ad esempio, S&P e Refinitiv, i quali utilizzano una scala da 0-100, attribuiscono entrambi un punteggio di 89, dimostrando un perfetto accordo, ma Vigeo Eiris ESG Rating (il quale utilizza la stessa scala) attribuisce un punteggio più basso di 13 punti. Tuttavia, c'è da sottolineare, che, laddove siano presenti i dati relativi alla media del settore, Enel risulta avere punteggi migliori rispetto al settore secondo tutti i Rating che

forniscono tali informazioni. Quindi in generale si può affermare, che anche in presenza di un non totale accordo, Enel sia valutata in modo positivo dalle diverse società di Rating, risultando tra le migliori nel suo settore. Inoltre, sempre in un'ottica di sostenibilità sono riportati gli indici di sostenibilità di cui Enel fa parte: MSCI ESG Leaders indices, Dow Jones sustainability indices, Ftse4Good, STOXX ESG leader.

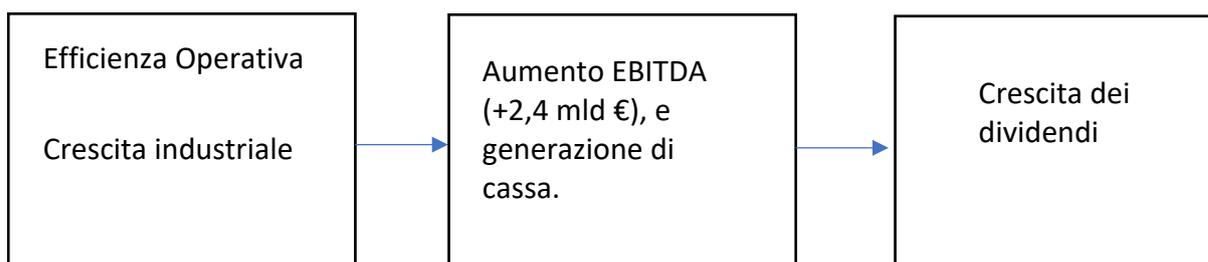
Risulta ora interessante analizzare l'andamento dei temi rilevanti nel periodo 2015-2020 risultati dalla matrice di materialità. Tuttavia, poiché sull'asse delle ordinate è rappresentata la priorità del Gruppo Enel in base alla strategia adottata, prima ci concentreremo nel descrivere i piani strategici e poi analizzeremo le matrici di materialità/priorità nei diversi anni.

#### **4.1.3 Piani Strategici Gruppo Enel**

In questa sezione ci concentreremo in dettaglio su due piani strategici: il piano strategico 2015-2019 ed il piano strategico 2020-2022. L'analisi dei piani strategici risulta di notevole importanza, poiché proprio a partire da tali informazioni è possibile capire la "direzione ESG" della strategia e le relative business line di applicazione.

##### ***Piano strategico 2015-2019***

Il piano strategico di Enel 2015-2019, di durata quinquennale, ha come obiettivo la crescita dei dividendi, in particolare tramite l'aumento dell'Ebitda e dei flussi di cassa, generati a partire da un miglioramento dell'efficienza operative e della crescita dell'impresa.



##### **1. Efficienza Operativa**

Per quanto riguarda l'efficienza operativa l'obiettivo principale è la riduzione dei costi, in particolare una diminuzione del 7% (nell'arco del quinquennio) dei costi Opex e del 10% di costi Capex, generando una riduzione di Cash cost di circa 8%. In dettaglio, per quanto riguarda il Capex, vengono considerati gli investimenti di manutenzione (l'utilizzo delle migliori tecnologie garantisce un risparmio in tal senso di circa 1,5 miliardi). Per quanto riguarda gli Opex l'efficientamento e la

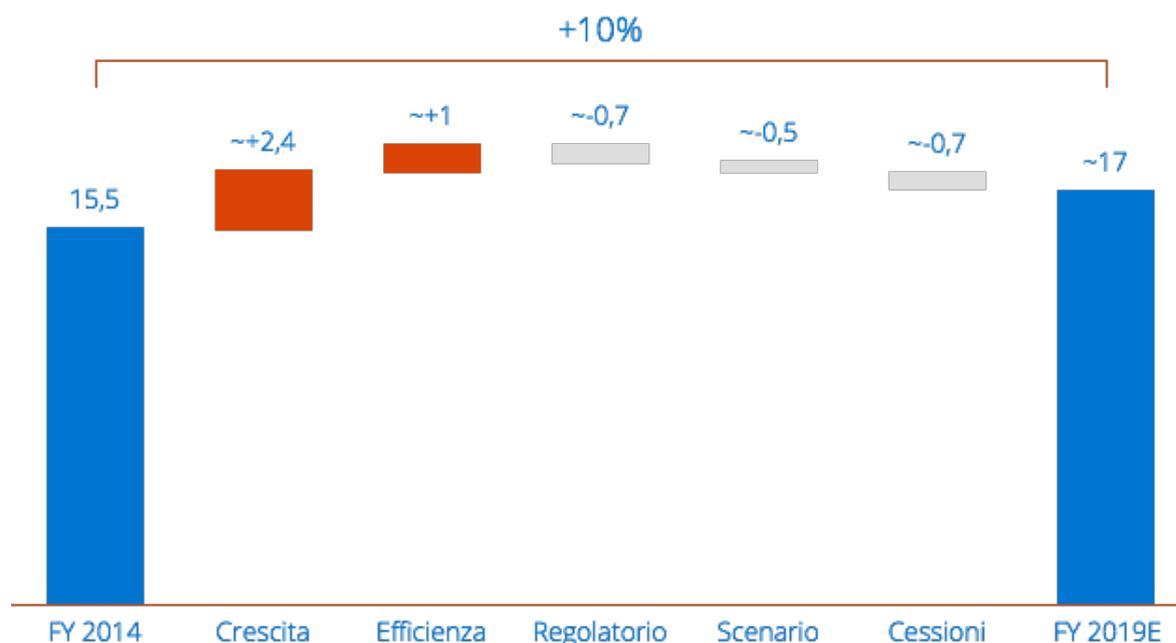
diminuzione percentuale di tali costi vertono su diversi obiettivi quali: digitalizzazione della rete e utilizzo di strumenti ICT per la forza lavoro, miglioramento dei costi da fonti rinnovabili e riduzione di capacità di fonti convenzionali. Nei costi Opex sono compresi anche i costi fissi delle attività di holding, una diminuzione di tali costi è possibile tramite l'internalizzazione ed una diminuzione del personale.

## 2.Crescita Industriale

Secondo il piano strategico un aumento di 2,4 miliardi di € dell'EBITDA è ottenibile tramite 18 miliardi di investimenti in sviluppo (destinati per quasi il 50% in investimenti in fonti rinnovabili e 30% in infrastrutture e reti).

Nella Fig. 4.3 e 4.4 sono rappresentate le principali fonti di aumento e decremento dell'EBITDA ordinario e dell'Utile netto ordinario secondo la strategia del gruppo Enel.

**Fig.4.3: Variazione dell'EBITDA secondo la strategia del Gruppo Enel nel periodo 2015-2019**

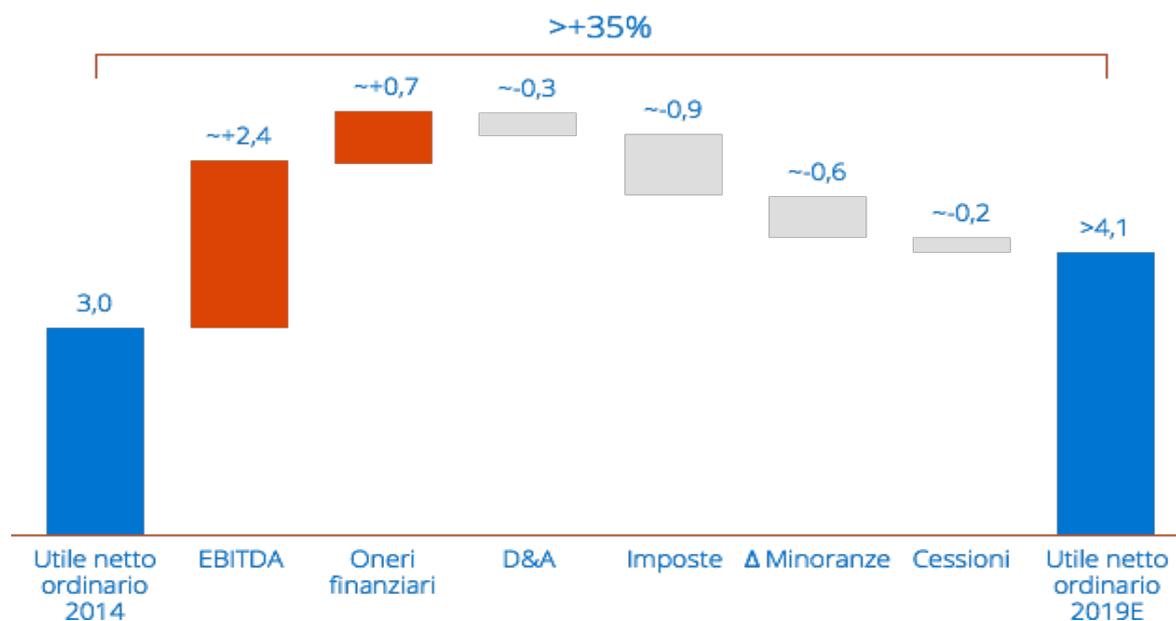


**Fonte:** Piano Strategico Gruppo Enel 2015-2019

Nella Fig. 4.3 è possibile evidenziare un aumento dell'EBITDA ordinario collegato all'aumento della crescita industriale (+ 2,4 miliardi €) ed all'aumento dell'efficienza (+1 miliardo €). Ovviamente nella strategia, e nel valore stimato del 2019, vengono presi in considerazione eventuali scenari negativi (es: tasso di cambio) e modifiche in campo regolamentare. Per quanto riguarda l'utile netto ordinario (Fig. 4.4) è possibile evidenziare un aumento attribuibile principalmente all'aumento del sopracitato EBITDA ordinario, corretto da una diminuzione dovuto a imposte,

accantonamenti ed ammortamenti, minoranze e cessioni. C'è anche da sottolineare un miglioramento stimato degli oneri finanziari, in quanto secondo il piano nel corso del quinquennio si registrerà una diminuzione dell'indebitamento netto<sup>15</sup> ed una riduzione del costo del debito.

**Fig. 4.4: Variazione dell'Utile netto ordinario secondo la strategia del gruppo Enel nel periodo 2015-2019**



**Fonte:** Piano Strategico Gruppo Enel 2015-2019

Un ulteriore risultato, ottenibile dal miglioramento dell'utile netto ordinario è legata alla remunerazione degli azionisti.

### 3.Remunerazione degli azionisti

Gli obiettivi in tal senso sono quelli di aumentare il payout fino al 65% ed aumentare il DPS minimo nel periodo del piano (0,18 €/ azione nel 2016)<sup>16</sup>.

(Fonte: Piano strategico 2015-2019 Gruppo Enel)

#### *Piano strategico 2020-2022*

Il piano strategico 2020-2022 presentato da Enel, delinea una marcata direzione verso principali driver sostenibili del settore ovvero: decarbonizzazione e digitalizzazione. Anche in questo caso l'obiettivo finale risulta essere l'aumento del dividendo. In continuità con il piano precedente Enel prevede di aumentare

<sup>15</sup> In realtà, come vedremo successivamente, questo valore tenderà a crescere. Tuttavia, l'utilizzo di strumenti (ad es: obbligazioni "sostenibili") ha permesso di diminuire il costo del debito.

<sup>16</sup> Tale dato è stato aggiornato nel corso del piano.

l'EBITDA ordinario di 2.3 miliardi nel periodo del piano, in particolar modo grazie ad investimenti in decarbonizzazione, infrastrutture ed Enel X. Un altro obiettivo finanziario dell'impresa risulta essere l'aumento costante dell'utile netto nel triennio, per un aumento totale di 1.3 miliardi di €.

Per quanto riguarda la creazione di valore dell'azionista, il payout del piano prevede di rimanere stabile al 70% (risultato già ottenuto nel 2019), ed il dividendo dovrà crescere per un totale di 0.08€ / azione. (Fonte: piano strategico 2020-2022 Gruppo Enel).

In generale gli obiettivi finanziari del Piano strategico 2020-2022 sono riassunti nella Tabella 3

**Tabella 3: Principali obiettivi finanziari Gruppo Enel 2020-2022**

Obiettivo "Crescita dell'utile netto ordinario di esercizio"				
Anno	2019	2020	2021	2022
Utile netto ordinario (mld€)	4,8	5,4	5,8	6,1
EBITDA ordinario (mld€)	17,8	18,6	19,4	20,1
Creazione di valore per azionista				
Dividendo minimo per azione (€/azioni)	0,32	0,35	0,37	0,40
Payout (%)	70%	70%	70%	70%

**Fonte:** Piano strategico Gruppo Enel 2020-2022 e rielaborazione personale

Dopo aver descritto gli obiettivi strategici, possiamo passare all'analisi delle matrici di materialità, partendo dal metodo utilizzato nell'identificazione dei vari stakeholder.

#### 4.2 Analisi Matrici di materialità 2015-2020

Dai bilanci di sostenibilità del Gruppo Enel, sono stati valutati gli andamenti delle priorità e gli eventuali cambi di temi rilevanti. In particolare, sono stati analizzati i bilanci riferiti al periodo 2015-2020, in accordo con i piani strategici consultati.

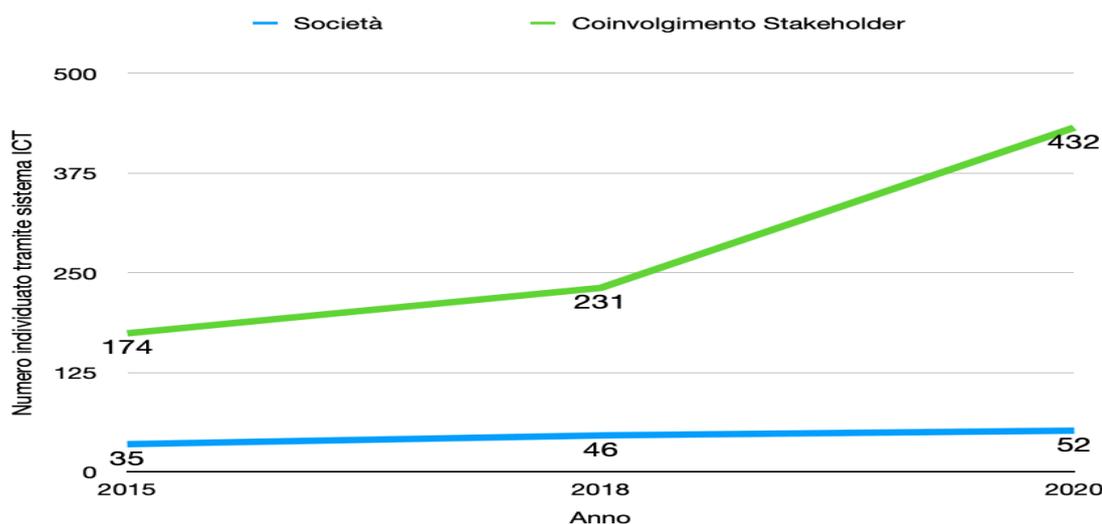
Inoltre, questo periodo di riferimento risulta interessante poiché su può riscontrare un'elevata attività dei policy maker nazionali, europei ed internazionali come evidenziato nei capitoli precedenti (adozione SDGs, accordo di Parigi, Green Deal europeo.).

Nella matrice della materialità, se da un lato le priorità aziendali seguono principalmente i piani strategici, un altro importante punto è l'individuazione degli stakeholder rilevanti, nonché dei temi salienti, che andranno valutati dal management e dai portatori d'interesse.

#### 4.2.1 Individuazione Stakeholder

Al fine di individuare e monitorare gli stakeholder, Enel si avvale di tecnologie ICT dedicate, le quali nel corso del periodo analizzato hanno permesso di individuare un numero sempre maggiore di società, paesi e stakeholder importanti per il gruppo (comunità finanziaria, consumatori, dipendenti, governi, ecc.), tale crescita è individuabile nella Fig. 4.5, in cui sull'asse delle ordinate è possibile osservare il numero di società ed il numero di iniziative con stakeholder individuati, e sull'asse delle ascisse gli anni di riferimento. Tuttavia, gli stakeholder non hanno la stessa rilevanza, ma essa cambia in termini di urgenza, dipendenza e influenza.

**Fig. 4.5: Crescita del coinvolgimento degli stakeholder e delle società rilevanti individuati tramite strumenti ICT.**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati raccolti dai bilanci di sostenibilità.

Tramite l'utilizzo della tecnologia proprietaria Enel (individuando diversi stakeholder) mitiga il "rischio" di non coinvolgere alcuni portatori d'interesse d'impresa nel calcolo della priorità dei temi e nei progetti. I principali stakeholder

del Gruppo possono essere riassunti in: comunità finanziaria, dipendenti, clienti, fornitori, appaltatori, comunità locali e istituzioni.

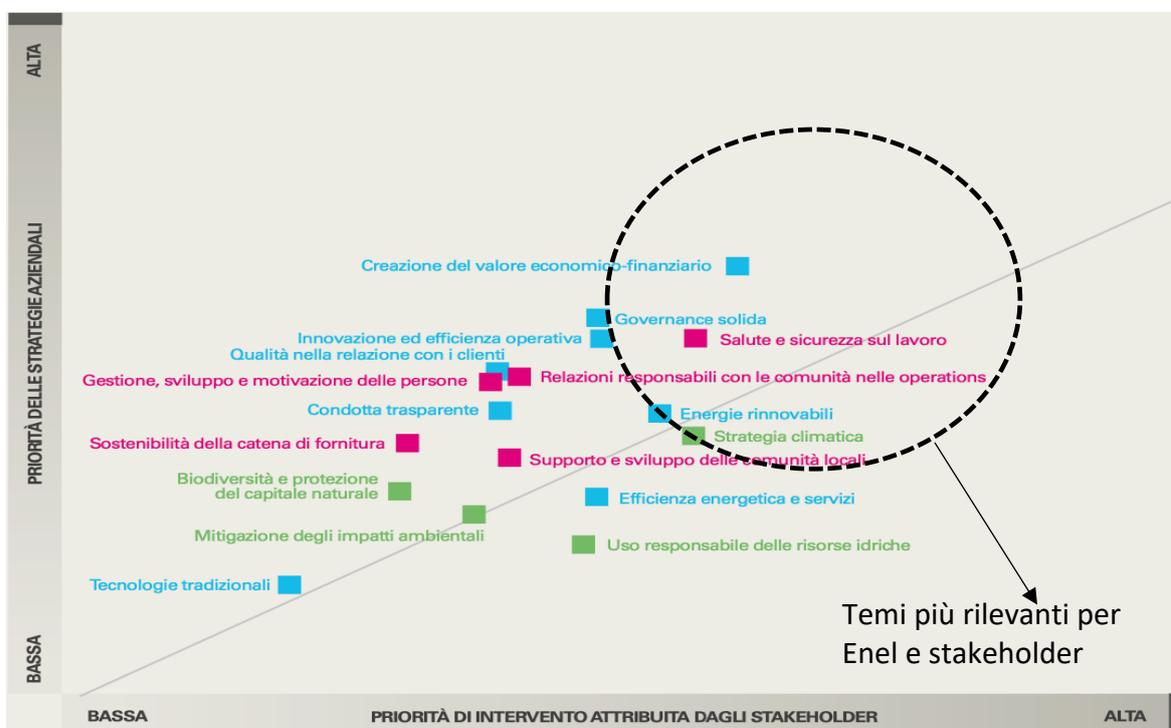
Passiamo ora all'analisi delle matrici di materialità, sottolineando che nel corso del periodo analizzato il numero di temi individuati è cambiato passando da 17 (nel periodo 2015-2016) a 11 nei successivi periodi. Le valutazioni (delle priorità) sono misurate su una scala di priorità bassa-alta (a partire dal 2017 è presente anche la scala 1-5) che permette di ottenere un risultato qualitativo.

#### 4.2.2 Temi prioritari nel Periodo 2015-2016

Nel periodo 2015-2016, i principali temi rilevanti risultano essere (Vedi Fig.4.6 e Fig. 4.7.): creazione di valore, salute e sicurezza sul lavoro, governace solida Altri temi di medio-alta priorità sono legati ad obiettivi di efficienza operativa e crescita legata alle fonti rinnovabili, questo risultato è ulteriormente confermato dalla poca priorità attribuita alle fonti e tecnologie tradizionali, comunque impattanti sulla produzione dell'impresa.

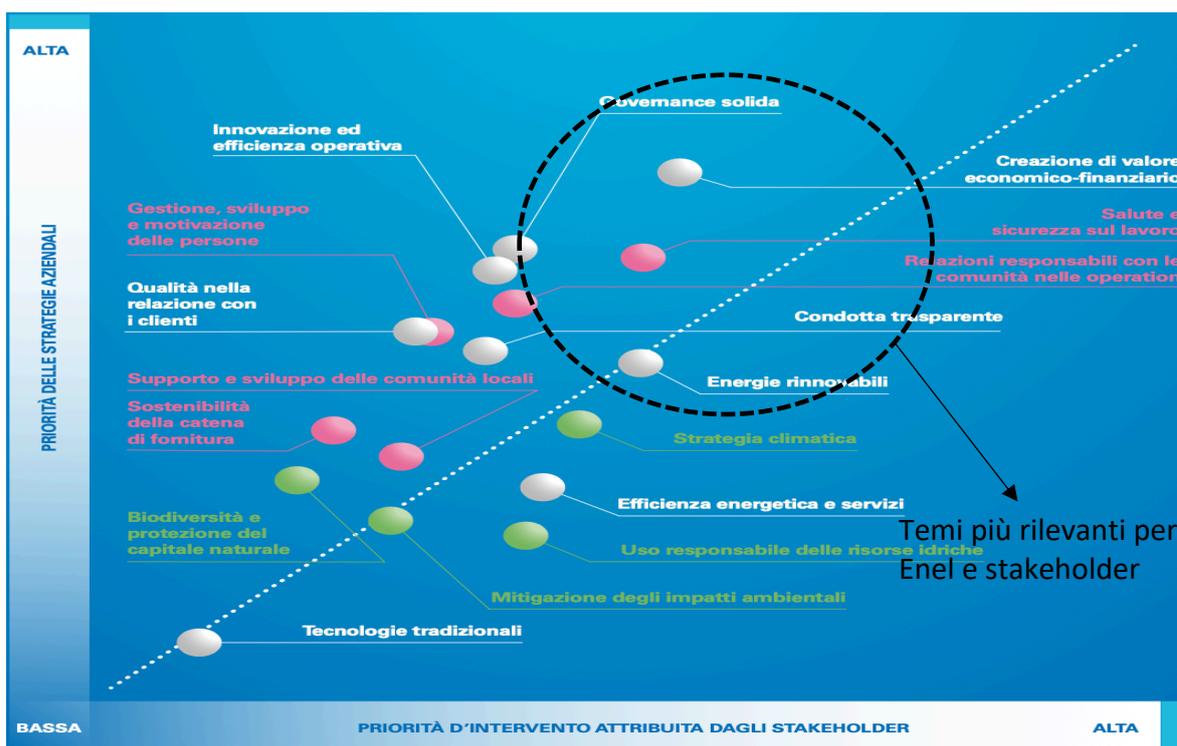
Nel corso dei due anni le priorità attribuite temi sono risultati costanti, ed in linea con la strategia d'impresa. Nelle Fig. 4.6 e Fig. 4.7 sono visionabili rispettivamente le matrici di materialità relative al 2015 ed al 2016.

Fig. 4.6: Matrice di materialità/priorità 2015



Fonte: Bilancio di sostenibilità 2015

Fig. 4.7: Matrice di materialità/priorità 2016



Fonte: Bilancio di sostenibilità 2016

Tuttavia, nel 2016 si registra una diminuzione di priorità sui temi “governance solida” ed “innovazione ed efficienza operativa” da parte degli stakeholder (rispetto al 2015). In entrambi i casi, proiettando il tema sui rispetti assi, la creazione di valore economico-finanziario risulta essere il tema a maggior priorità, viceversa il tema “tecnologie tradizionali” quello con minor priorità. (Fonte: bilancio di sostenibilità 2015, bilancio di sostenibilità 2016).

#### 4.2.3 Temi prioritari nel Periodo 2017-2018

Per quanto riguarda il periodo 2017-2018, i temi individuati nella matrice di materialità risultano essere differenti rispetto ai precedenti. In particolare, i temi risultano essere numericamente minori (11 rispetto ai 17 precedenti). Tali temi possono essere riassunti nella Tabella 4, in cui nella seconda colonna è possibile individuare il tema, e nella terza il relativo ambito ESG di appartenenza.

In generale, Nelle tematiche “E” si inserisce il ruolo della decarbonizzazione, associato anche ad aspetti di governance (nel bilancio di sostenibilità lo stesso tema è presente sia nei temi E che G). Per quanto riguarda gli aspetti S, non si registrano importanti cambiamenti, se non l’eliminazione del tema “relazioni responsabili con le comunità nelle operations”. Nell’ambito “G” si introduce il tema della digitalizzazione ed infine la condotta trasparente viene integrata con la solidità della governance.

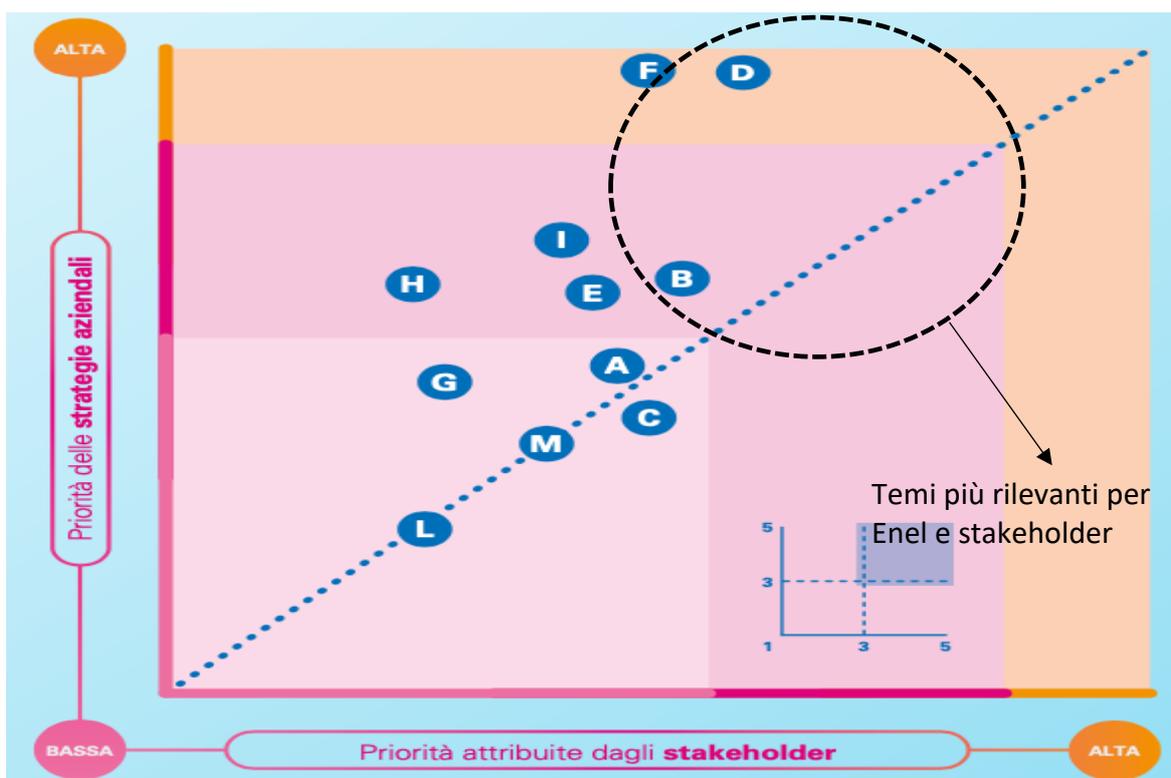
**Tabella 4: Temi periodo 2017-2018 e ambito E-S-G di appartenenza**

Lettera	Tema	Aspetto E, S, G
A	Efficienza operativa	G
B	Decarbonizzazione del mix energetico	E, G
C	Centralità del Cliente	G
D	Nuove tecnologie, servizi e digitalizzazione	G
E	Governance solida e condotta trasparente	G
F	Creazione di valore economico-finanziario	G
G	Coinvolgimento delle comunità locali	S
H	Gestione, sviluppo e motivazione delle persone	S
I	Salute e sicurezza sul lavoro	S
L	Catena di fornitura sostenibile	S
M	Gestione e compliance ambientale	E

Per quanto riguarda le priorità assegnate, nel 2017, l'efficienza operativa e la governance solida tornano ad essere temi rilevanti (rispetto al 2016), ma il tema "creazione di valore economico finanziario" pur aumentando a livello di priorità per Enel, perde priorità per quanto riguarda gli stakeholder. (Come si può osservare in Fig. 4.8).



Fig. 4.9: Matrice di Materialità 2018



Fonte: Bilancio di sostenibilità 2018

Il tema relativo alla catena di fornitura sostenibile (L) risulta essere il meno prioritario sia nel 2017 che nel 2018.

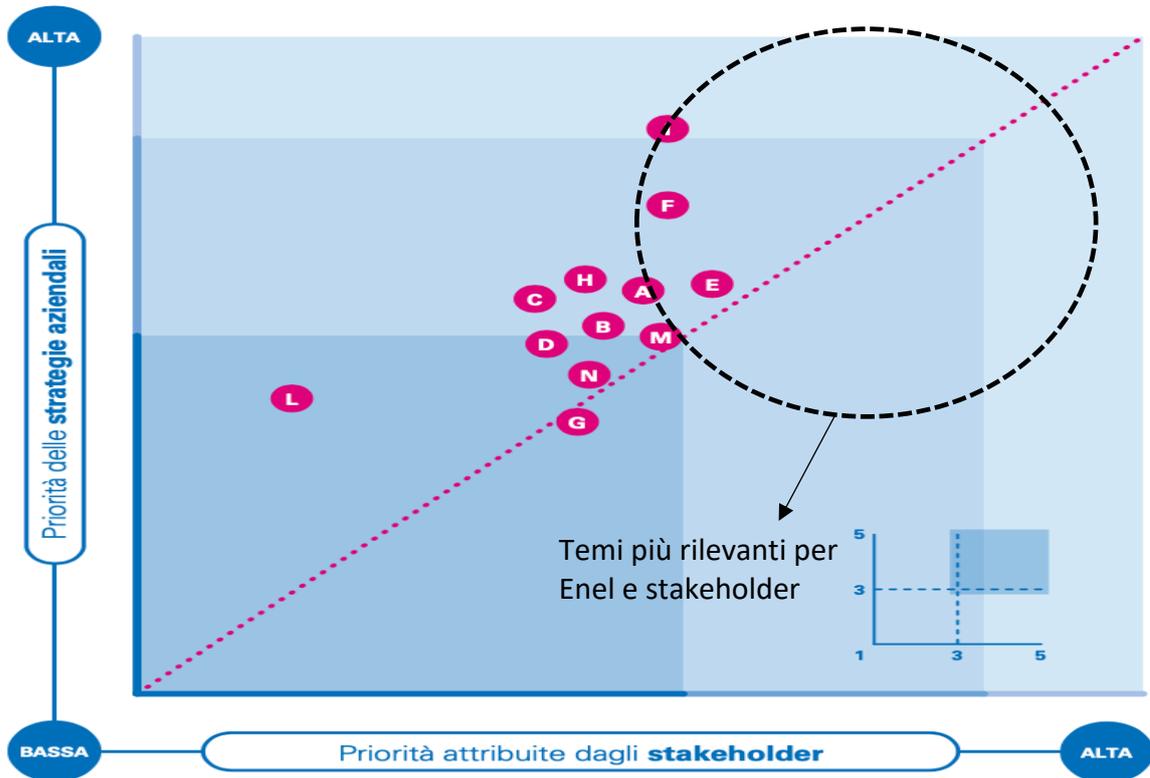
Di seguito concludiamo l'analisi relativa alle priorità azienda/stakeholder con l'ultimo periodo, ovvero il periodo 2019-2020.

#### 4.2.4 Temi prioritari nel Periodo 2019-2020

Nel periodo 2019-2020 si registra un aumento dei temi (si passa da 11 temi a 12 temi). In particolare, rispetto alla Tabella 8 il tema A (efficienza operativa) viene sostituito dal tema "distribuzione dell'energia", direttamente collegabile alla business line di infrastrutture e reti. Inoltre, il tema D (Nuove tecnologie, servizi e digitalizzazione) viene sostituito dal nuovo tema "ecosistemi e piattaforme", tema di particolare rilevanza in ambito di elettrificazione e servizi a valore aggiunto della business line di Enel X (nata nel 2017). Infine, un "nuovo" tema (N) è descritto come "innovazione e trasformazione digitale" (in sostituzione del precedente tema D relativo alle tecnologie ed alla digitalizzazione).

Nel 2019 le priorità risultano essere "più concentrare" intorno a valori di priorità medi.

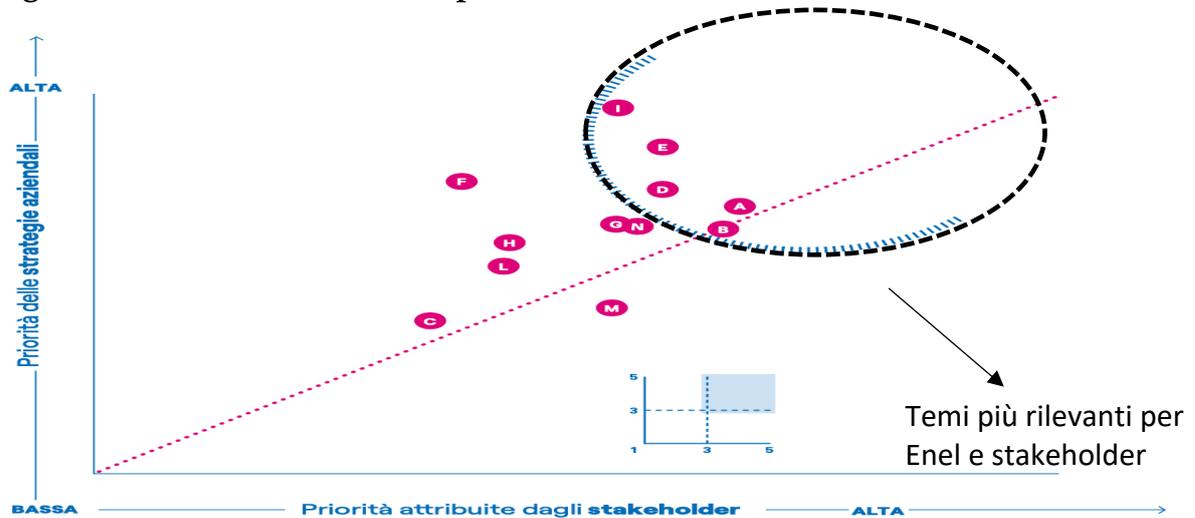
Fig. 4.10: Matrice di materialità 2019



Fonte: Bilancio di sostenibilità Enel 2019

Tuttavia, il tema E (governance solida e trasparente) risulta essere il più prioritario per gli stakeholder. Il tema “governance solida e trasparente” nel corso degli anni è risultato essere stabile, con priorità medie attribuite sia degli stakeholder che da Enel. Nel 2019, il tema relativo alla creazione del valore ed il tema sulla salute e sicurezza sul lavoro risultano essere nuovamente prioritari per entrambe le “parti” (in particolar modo per l’azienda).

Fig. 4.11: Matrice di materialità/priorità 2020



Fonte: Bilancio di sostenibilità Enel Group 2020

Infine, l'ultimo anno analizzato (2020), risulta essere caratterizzato da una crescita del tema "distribuzione dell'energia", il quale è connesso con il tema N relativo alla digitalizzazione. Anche il tema relativo all'elettrificazione risulta rientrare tra le principali priorità, in funzione del nuovo piano strategico 2020-2022. I temi relativi alla decarbonizzazione, sicurezza sul lavoro risultano essere tra le principali priorità in entrambe le "valutazioni". C'è da sottolineare che, per quanto riguarda i dati del 2020, il tema relativo alla "creazione economico-finanziaria" non rientra nei principali temi prioritari, risultando tuttavia connesso ai vari temi citati (decarbonizzazione, distribuzione dell'energia, elettrificazione) in quanto principali fonti di creazione di valore. Tuttavia, essendo un anno particolare, le priorità si sono spostate su temi di "miglioramento strategico" (quali digitalizzazione, elettrificazione, ecc.), in quanto la creazione del valore ha subito ripercussioni rispetto alla strategia (pianificata) a causa della pandemia.

Concludendo possiamo affermare che nel corso dei sei anni analizzati, si possono individuare principalmente tre periodi, dettati dal cambiamento dei temi: 2015-2016, 2017-2018 e 2019-2020. Inoltre, nell'ultimo anno le priorità (soprattutto aziendali) hanno subito delle modifiche rispetto al normale "andamento strategico", a causa della recessione dovuta alla pandemia. Riteniamo che, pur non essendo valori "costanti" poiché variano leggermente di anno in anno, i temi più rilevanti e caratterizzati da maggior priorità per entrambe le "parti" siano: **creazione di valore economico-finanziario, salute e sicurezza sul lavoro, digitalizzazione e decarbonizzazione**, seguiti dal tema della **governance solida**, in quanto nei sei anni osservati risultano essere, nella maggior parte dei casi, nella parte alta a destra della matrice (o comunque nei dintorni dell'area "prioritaria"). Non risulta un dato "strano" quello di individuare la creazione economico – finanziaria come driver importante per gli stakeholder, in quanto molti di essi (in particolare comunità finanziaria, dipendenti, appaltatori) sono "portatori d'interesse" in questo ambito. Inoltre, c'è da sottolineare che anche le scelte degli azionisti risultano muoversi verso politiche ESG, poiché, come vedremo nel seguito, una percentuale sempre maggiore dell'azionariato di Enel S.p.A. è formata da investitori "ESG".

Nella sezione successiva cercheremo di individuare come, temi ambientali, sociali e di governance possano interagire ed integrarsi nelle dinamiche della strategia

aziendale e nella creazione del valore. Più in generale cercheremo di capire come temi ritenuti prioritari (in particolare quelli individuati ovvero: creazione economico-finanziaria, decarbonizzazione, salute e sicurezza e temi di governance) siano all'interno della "politica" di Enel Group. Riteniamo che questo sia un modo di valutare anche il "livello di greenwashing<sup>18</sup>", in quanto dati come integrazione di politiche ESG nei piani strategici e remunerazioni legate al lungo periodo ed a temi ESG possano rappresentare, almeno in modo qualitativo, una misura della sostenibilità aziendale. In altre parole, cercheremo di valutare, se un'impresa con un'ottima reputazione in tema di sostenibilità leghi effettivamente politiche ESG nel proprio piano industriale e come tali politiche interagiscano con il compenso (in particolare dell'amministratore delegato) e con il business aziendale.

---

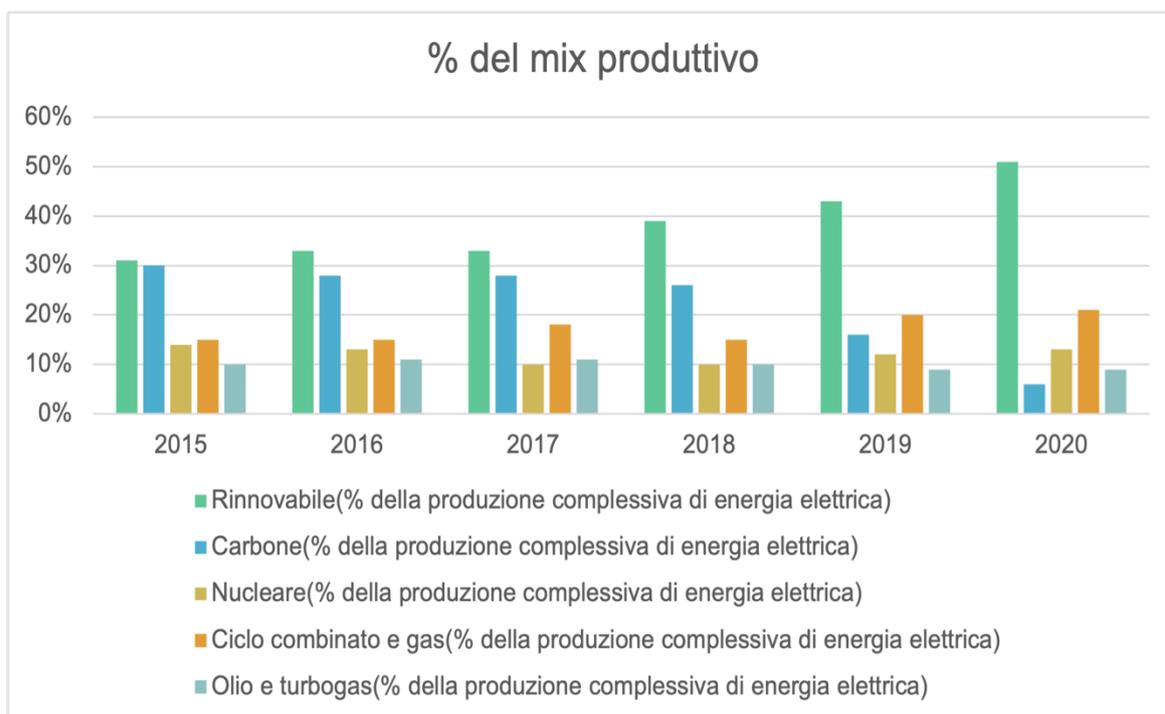
<sup>18</sup> Non è presente in letteratura una "formula" per calcolare tale valore, in quanto rappresenta un processo di "marketing ingannevole" e legato all'asimmetria informativa. Tuttavia, riteniamo che le imprese che effettivamente integrino la sostenibilità nella remunerazione e nel piano industriale possano essere meno propense ad effettuarlo, questo anche in accordo con il Sole 24 ore (<https://www.ilsole24ore.com/art/esg-ecco-indicatori-utili-verificare-se-un-azienda-e-veramente-sostenibile-ADKV1Vu>).

### 4.3 IL FATTORE “ENVIROMENTAL” RISULTA ESSERE INTEGRATO CON LA CREAZIONE ECONOMICO-FINANZIARA DI ENEL? Temi di decarbonizzazione e creazione del valore economico finanziario.

#### Analisi di aspetti legati al fattore E

L'aspetto E, come visto in precedenza, risulta essere al centro delle politiche strategiche di Enel, sia nel piano 2015-2019 che nel piano 2020-2022. In particolare, gli investimenti nel primo piano sono destinati da un lato all'aumento dell'efficienza operativa, dall'altro nello sviluppo (di cui 50% degli investimenti sono relativi alle fonti rinnovabili). Tuttavia, un'ulteriore integrazione del fattore E avviene nel piano 2020-2022 dove decarbonizzazione, efficientamento delle reti ed elettrificazione diventano i driver di investimento principali. Tali investimenti, sono soggetti oltre che al miglioramento in termini di esternalità prodotta, anche (secondo i piani) all'aumento dell'EBITDA ordinario e dell'Utile netto ordinario. In prima analisi occorre valutare come, nel corso del periodo analizzato sia effettivamente cambiato il mix-produttivo e la capacità rinnovabile installata. Nella Fig. 4.12 è possibile osservare il cambiamento del mix produttivo nel periodo 2015-2020.

Fig.4.12: Mix produttivo Enel periodo 2015-2020



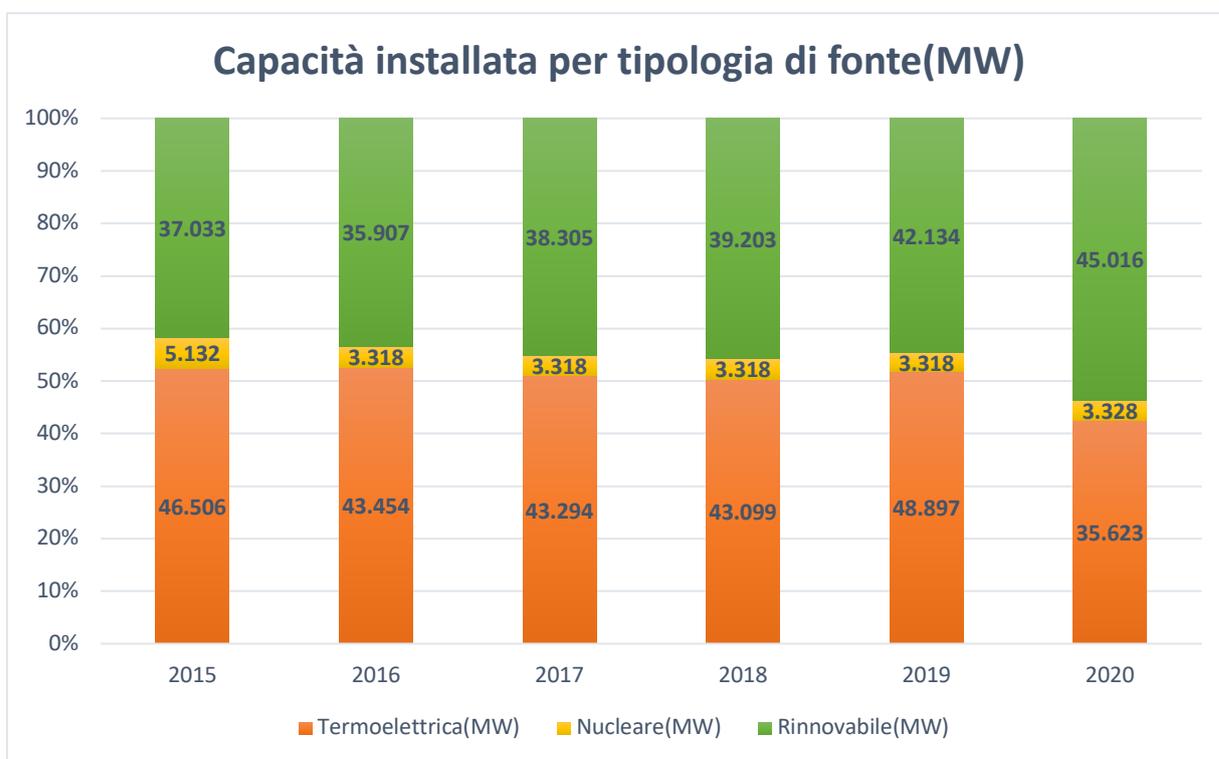
Fonte: Rielaborazione personale su dati Enel

Nella Fig. 4.12 è possibile evidenziare un effettivo cambiamento del mix-energetico, valutato come energia prodotta per fonte ogni anno. In particolare, il parco

rinnovabile ha riscontrato un notevole aumento percentuale nel corso del periodo 2018-2020. Viceversa, l'utilizzo del carbone ha subito un notevole calo rappresentando soltanto il 6,3% dell'energia prodotta nel 2020 (Nello stesso anno la percentuale delle fonti rinnovabili è pari al 50,3%). In generale nel corso del periodo 2015-2020 la percentuale di energia prodotta da fonte rinnovabile è aumentata del 20% sul totale del mix-produttivo. Dal punto di vista delle business line, la generazione di energia è quindi legata circa al 50% a tecnologie di produzione rinnovabili.

Tuttavia, risulta interessante l'andamento di capacità rinnovabile installata misurata in MW.

**Fig. 4.13: Capacità rinnovabile installata [MW]**



**Fonte:** Rielaborazione propria su dati Enel 2015-2020

Anche in questo caso si può notare una diluizione della capacità produttiva termoelettrica, controbilanciata da un aumento della capacità rinnovabile. Per quanto riguarda il nucleare a partire dal 2016 la capacità installata è pressoché rimasta costante. Un'ulteriore analisi è stata effettuata sulla capacità termoelettrica e rinnovabile installate. In particolare, dalla Tabella 5 è possibile osservare come la gran parte della diminuzione della capacità termoelettrica sia imputabile al carbone. Nella Tabella sono anche riportati i valori di capacità installata rinnovabile. Come

si può notare, in questo caso, gran parte della capacità è attribuibile ad impianti idroelettrici, seguiti da eolici e solari.

**Tabella 5: Dettaglio della capacità termoelettrica e rinnovabile installata [MW]**

Anno	2015	2016	2017	2018	2019	2020	$\Delta\%$ 19
<b>Capacità installata termoelettrica (MW)</b>							
<b>Carbone</b>	16.841	16.103	15.965	15.828	11.695	8.903	- 47%
<b>CGCT</b>	15.028	15.100	15.028	15.021	15.991	15.009	- <sup>20</sup>
<b>Olio/Gas</b>	14.637	12.251	12.301	12.250	21.211	11.711	-19%
<b>Capacità installata rinnovabile (MW)</b>							
<b>Idroelettrico</b>	29.046	27.425	27.799	27.844	27.830	27.820	-
<b>Eolico</b>	6.653	6.532	7.431	8.190	10.327	12.412	86%
<b>Geotermico</b>	833	761	802	804	878	882	-
<b>Biomasse</b>	99	57	57	42	5	5	-94%
<b>Fotovoltaico</b>	402	1132	2216	2322	3094	3897	870%

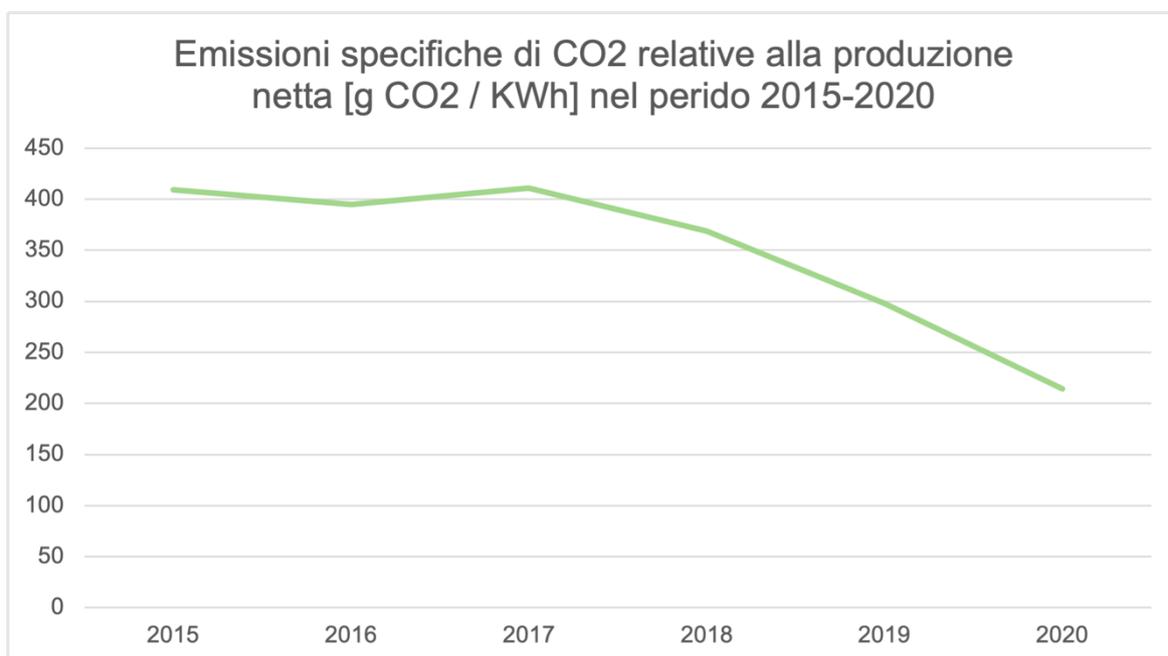
Osservando i risultati riportati in tabella la capacità termoelettrica generata da impianti a carbone registra una diminuzione del 47% rispetto al 2015, a seguire si registra una diminuzione della capacità di impianti Olio/gas. Tale decrescita è compensata dall'aumento della capacità eolica e fotovoltaica, mentre la capacità idroelettrica si attesta pressoché simile (in lieve calo) rispetto al 2015 con una capacità installata pari a 27.820 MW.

Gli investimenti, ed i risultati ottenuti in campo rinnovabile, oltre a essere generatori di crescita economica, hanno comportato una diminuzione delle emissioni di gas climalteranti. In tal caso esse sono denominate "scope 1" in quanto sono direttamente imputabili alla produzione tramite fonti fossili. In particolare, la diminuzione della CO<sub>2</sub> è rappresentata nella Fig.4.14. Vengono portate le emissioni di CO<sub>2</sub> in quanto rappresentano la maggior quota di emissioni scope 1 prodotte da Enel.

<sup>19</sup> Calcolato come variazione percentuale approssimata tra capacità installata della fonte nel 2020 e capacità installata della fonte nel 2015.

<sup>20</sup> Sono stati utilizzati i simboli "-" in quanto la variazione percentuale era intorno allo 0%, nel dettaglio essa risulta essere pari a -0,001 per CGCT; -0,042 per l'idroelettrico e -0,058 per il geotermico.

**Fig. 4.14: Emissioni specifiche<sup>21</sup> di CO2 relative alla produzione netta nel periodo 2015-2020**



In generale le emissioni nette di CO2 imputabili alla produzione sono diminuite. Tuttavia, un valore utilizzato per valutare l'effettiva diminuzione delle emissioni è rappresentato dalle emissioni specifiche, che nel caso in analisi dopo un trend pressoché costante tra il 2015 ed il 2017, sono diminuite notevolmente.

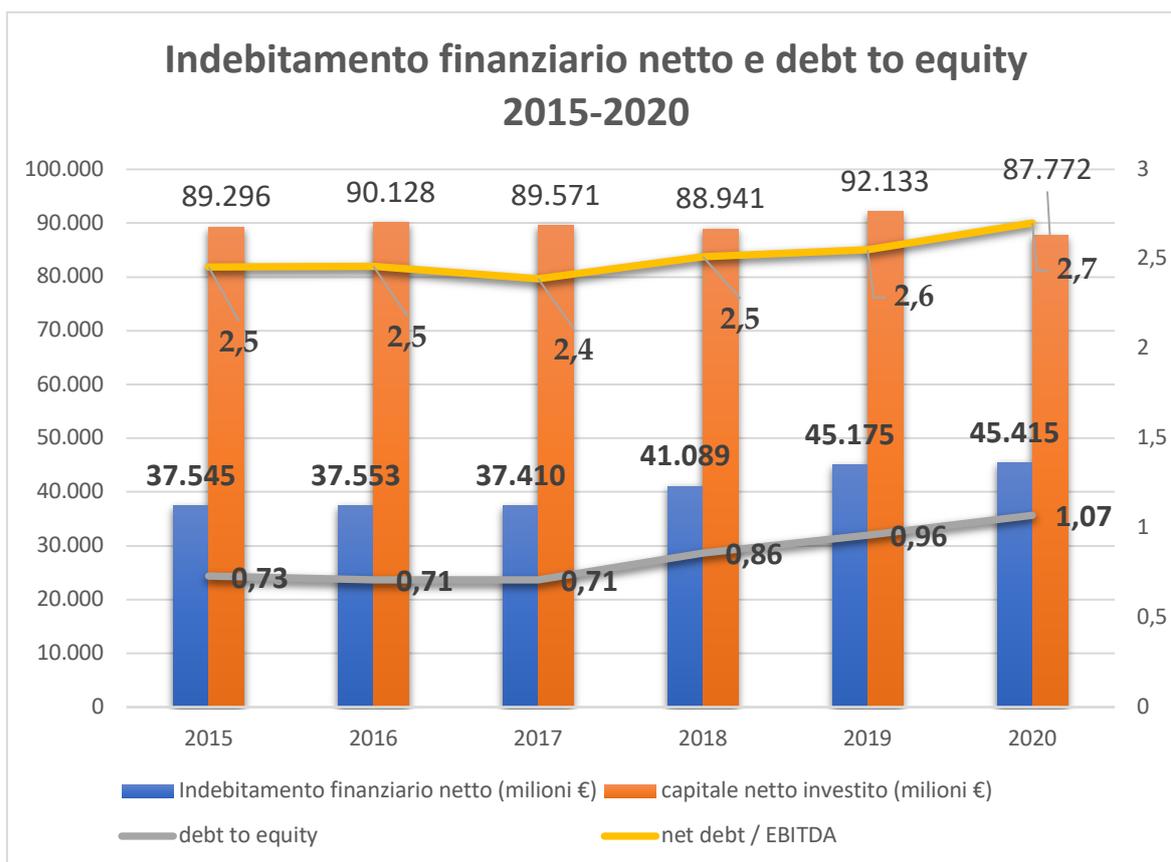
#### ***4.3.1 Dati Patrimoniali e finanziari legati a criteri E***

Arrivati a questo punto, è opportuno ricordare quanto detto nel Capitolo 3, nel paragrafo riferito alla finanza sostenibile. Infatti, sia gli investimenti in capacità installata che le emissioni specifiche sono in parte finanziate dagli strumenti obbligazionari *SDG-linked bond*. In quest'ottica l'obiettivo di Enel è quello di aumentare l'indebitamento (lordo) collegandolo sempre più a forme di indebitamento sostenibile. Attraverso l'uso di tali strumenti, Enel ha la possibilità di emettere obbligazioni che hanno un costo del debito minore rispetto alle forme convenzionali (il risparmio è di circa 15 bps). L'obiettivo di Enel è quello di espandere l'indebitamento sostenibile, arrivando a circa l'80% di indebitamento "sostenibile" (lordo) nel 2030, ed un obiettivo target pari al 48% nel 2023. Nel 2019 la percentuale di indebitamento sostenibile risulta pari al 22% del debito lordo,

<sup>21</sup> Le emissioni specifiche vengono calcolate come rapporto tra le emissioni totali della produzione termoelettrica e la produzione totale del gruppo misurata in kWh.

mentre nel 2020 tale dato cresce al 33%. L'emissione di obbligazioni e l'aumento degli investimenti hanno in generale comportato nel periodo in analisi anche la crescita dell'indebitamento finanziario netto. Nella Fig. 4.15 è rappresentato l'andamento dell'indebitamento finanziario netto, ed il rapporto debt to equity.

**Fig. 4.15: Andamento dell'indebitamento finanziario netto e del rapporto debt to equity nel periodo 2015-2020**



**Fonte:** Rielaborazione propria su dati della relazione finanziaria del Gruppo Enel nel periodo 2015-2020.

La crescita dell'indebitamento finanziario netto non risulta essere un dato "preoccupante". Infatti, sempre in un'ottica di debito sostenibile<sup>22</sup> (linked bond e prestiti sostenibili), nel 2023, l'indebitamento finanziario stimato da Enel si aggirerà intorno ai 58 miliardi di €. Tuttavia, c'è da sottolineare l'aumento del rapporto tra indebitamento finanziario netto ed equity, il quale passa da 0,73 (nel 2015) all'1,07

<sup>22</sup> Entro il 2023, Tramite tale tipologia di investimento il costo del debito pari al 3,6% nel 2020 dovrebbe diminuire circa il 10% del costo del debito 2020.

nel 2020. Inoltre, nella Fig. 4.15 è rappresentato l'indice di indebitamento finanziario netto / EBITDA, il quale è aumentato di 0,2 rispetto al 2015, a causa dell'aumento dell'indebitamento, risultato maggiore rispetto all'aumento dell'EBITDA. In generale, secondo le strategie e le stime di Enel, il valore di Indebitamento finanziario netto su EBITDA, nel corso dei prossimi due anni (2023), dovrà abbassarsi intorno al 2,3.

Inoltre, questi due indici sono anche stati valutati con due competitor: Iberdrola e EDF (Electricité de France)<sup>23</sup>. Per quanto riguarda il primo indice (Net debt/Equity), entrambi i competitor risultano avere un rapporto minore. In particolare, i dati analizzati nel 2019-2020 risultano essere per Iberdrola pari a 0,80 nel 2019 e 0,77 del 2020, mentre per EDF pari a 0,74 nel 2019 e 0,77 nel 2020. Per quanto riguarda il secondo indice (Net debt/EBITDA), il competitor Iberdrola risulta avere risultati peggiori rispetto ad Enel, in particolare pari a 3,7 nel 2019 e 3,5 nel 2020. Infine, EDF risulta avere risultati simili al gruppo Enel, pari a 2,5 nel 2019 e 2,6 nel 2020.

Concentrandosi sull'indebitamento finanziario netto, nella Fig. 4.15 si può notare un indebitamento netto stabile fino al 2017. Nel 2018 a causa dell'acquisizione di Enel distribucao Sao Paulo, e dell'aumento del debito lordo (in tema sostenibile c'è da sottolineare un'emissione di un Green Bond con scadenza 2026), si riscontra un aumento dell'indebitamento finanziario netto. Il netto incremento del 2019 è attribuibile all'aumento delle obbligazioni emesse dalla controllata 100% EFI (Enel Financial International). In particolare, si registrano le prime emissioni di SDG linked bonds. In dettaglio, dal punto di vista "sostenibile" l'indebitamento ha subito un incremento dopo l'emissione sul mercato europeo di un Green Bond pari ad 1 miliardo di € ed un sustainable SDG-linked bond pari a 2,5 miliardi di €. Inoltre, nello stesso anno è stato emesso un ulteriore SDG-linked bond (1,5 miliardi di €) sul mercato americano. Nel 2020 l'IFN si attesta pressoché simile all'anno precedente, questo è dovuto in particolare alla diminuzione dell'indebitamento lordo, tuttavia, compensato da un aumento degli investimenti.

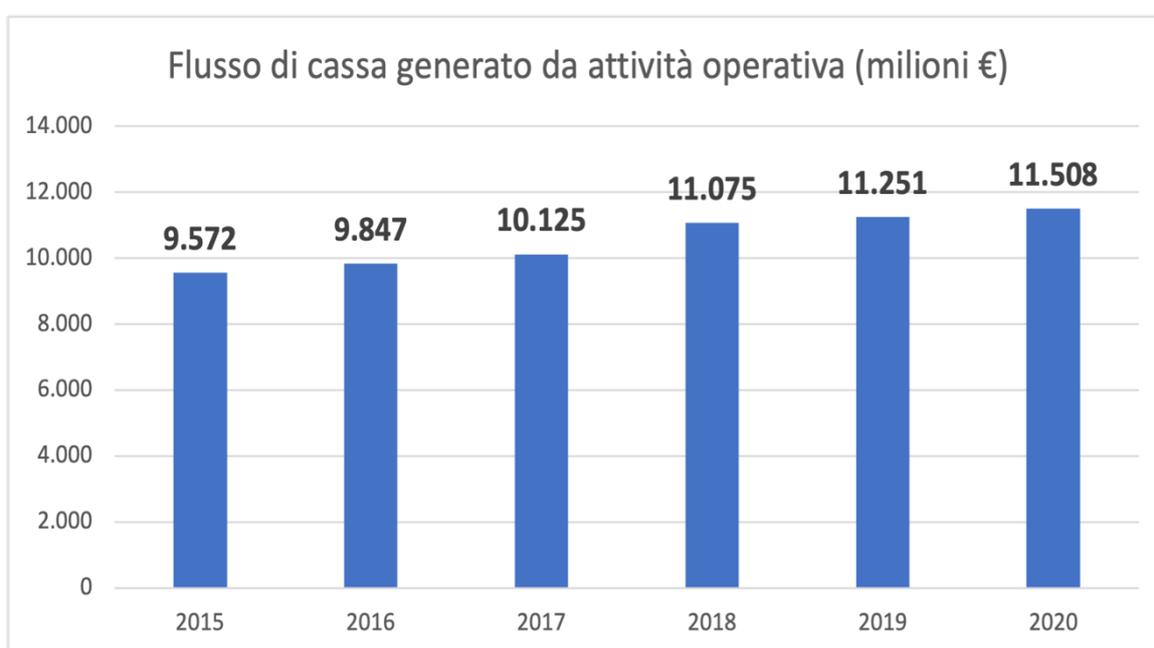
---

<sup>23</sup> I Valori sono stati confrontati nel periodo 2019-2020.

### 4.3.2 Flusso di cassa generato da attività operative

Tuttavia, gli investimenti ed i dividendi non sono pagati esclusivamente tramite indebitamento, ma vengono più che compensati dai flussi di cassa generati da attività operativa. Inoltre, i flussi di cassa da attività operativa risultano essere importanti nel valutare la solidità patrimoniale strategica ottenuta tramite il rapporto tra il flusso di cassa generato da attività operative e l'indebitamento finanziario netto. Per calcolare il flusso di cassa operativo, si può partire dal valore dell'EBITDA ordinario alla quale vengono sottratti/sommati  $\Delta$  fondi,  $\Delta$  capitale circolante netto, imposte ed oneri finanziari. Per quanto riguarda l'EBITDA ordinario ne parleremo successivamente. Ora ci concentreremo sul flusso di cassa da attività operative ed inoltre valuteremo la "liquidità assorbita" da flussi di cassa d'investimento e finanziari. Nella Fig.4.16 è rappresentato l'andamento dei flussi di cassa operativi generati nel periodo 2015-2020. È possibile evidenziare un aumento di generazione di cassa nel corso degli anni analizzati. Questo è sicuramente attribuibile ad un aumento dell'EBITDA in grado di compensare il fabbisogno del CCN nel corso degli anni (che in alcuni casi ha compensato l'utilizzo di fondi ed il pagamento di imposte). Nel 2020 nonostante il calo del margine operativo lordo, il minor accesso ai fondi e la minori imposte hanno permesso di proseguire l'andamento crescente dei flussi di cassa da attività operative.

**Fig. 4.16: Andamento Flussi di cassa generati da attività operative nel periodo 2015-2020.**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel.

In generale secondo il piano strategico 2015-2019 la cumulata dei flussi di cassa operativi doveva essere pari a circa 45,5 miliardi di €. Calcolando il valore cumulato a fine piano, tale valore risulta essere di 51,8 miliardi €, registrando un + 14% rispetto a quanto pianificato. Inoltre, è stato calcolato l'indice Flusso di cassa operativo su indebitamento finanziario netto. Nella Tabella 6 sono riportati i risultati ottenuti e stimati.

**Tabella 6: Rapporto Flusso di cassa operativo e indebitamento finanziario netto**

Anno	2015	2016	2017	2018	2019
Flusso cassa operativo / IFN (Strategia)	21%	24%	27%	27%	29%
Flusso cassa operativo / IFN netto (realizzato) dal gruppo Enel)	25%	26%	27%	27%	25%

Dalla Tabella si può osservare un allineamento al piano strategico 2015-2019 fino al 2018, dopodiché nel 2019, a causa dell'aumento dell'indebitamento finanziario netto sopracitato l'indicatore è risultato in calo rispetto alle attese. Questo è il risultato del cambiamento strategico legato all'indebitamento sostenibile, tuttavia nel corso dei prossimi anni l'indicatore dovrebbe aumentare di circa l'1%. Infatti, nel 2020 tale dato rimane costante al 25% rispetto all'anno precedente. In futuro, precisamente nel 2023, Enel ha l'obiettivo di portare questo valore intorno al 26%, in parallelo all'aumento dell'indebitamento finanziario netto. Quindi, secondo calcoli approssimati, nel 2023 il Gruppo Enel, per rientrare nei target strategici, dovrà ottenere un flusso di cassa da attività operative pari a circa 14,9 miliardi di €.

Riteniamo questo un risultato interessante, in quanto, l'indebitamento sostenibile possa giocare un nuovo ruolo nelle strategie del Gruppo, le quali nel 2015 non potevano prevedere strumenti obbligazionari come i linked-bond<sup>24</sup>. Per quanto riguarda la valutazione della "liquidità assorbita" possiamo fare riferimento alla Tabella 7.

**Tabella 7: Flussi di cassa da attività operativa, d'investimento e di finanziamento**

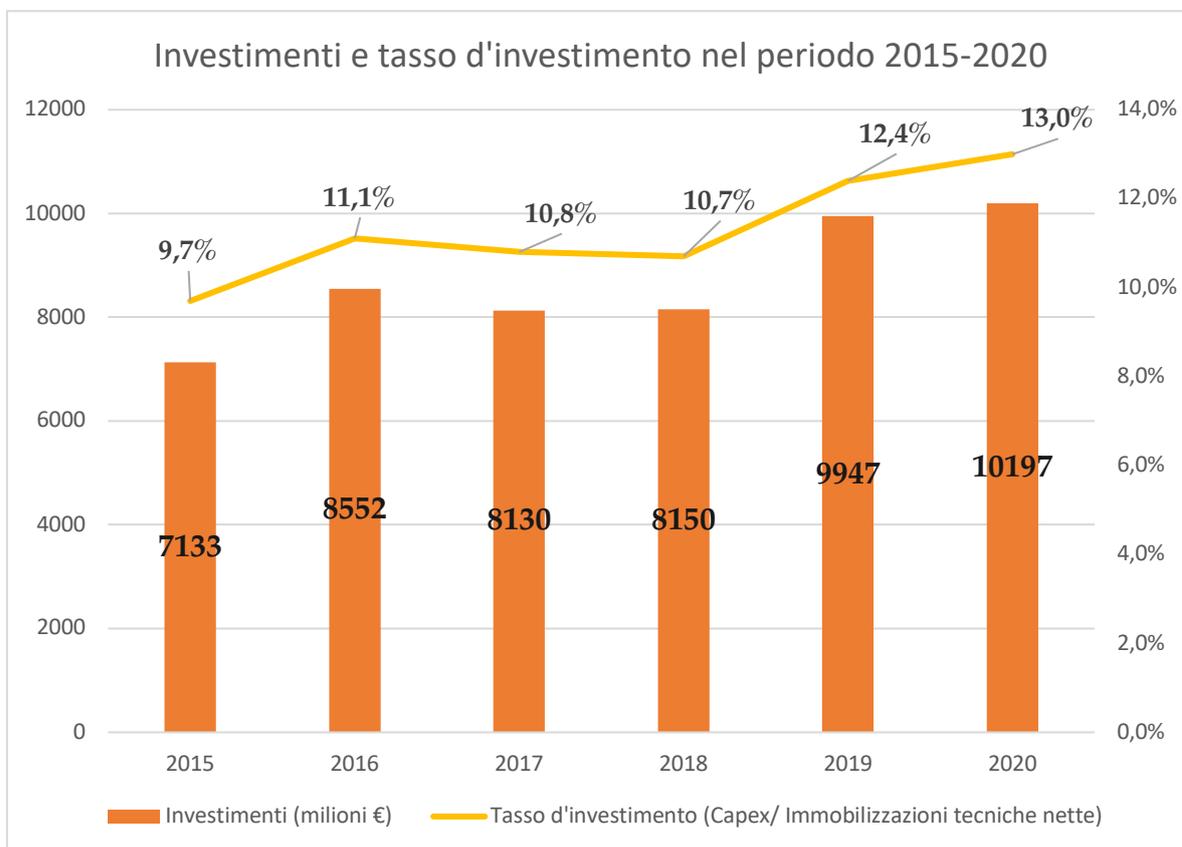
Anno	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cash flow da attività operativa (milioni €)	9.572	9.847	10.125	11.075	11.251	11.508
Cash flow da attività di investimento/ disinvestimento (milioni €)	(6.421)	(8.087)	(9.294)	(9.661)	(9.115)	(10.117)
Cash flow da attività di finanziamento (milioni €)	(5.382)	(4.474)	(1.646)	(1.636)	306	(3.972)

Dalla tabella si può notare in generale un notevole aumento delle attività di investimento. In particolare, gli investimenti effettuati sono rivolti all'estero ed alle fonti rinnovabili.

<sup>24</sup> Risulta importante sottolineare che non ci sono solo strumenti obbligazionari legati al debito ma anche i finanziamenti bancari sono legati ad attività sostenibili. In particolare, nel 2020 circa l'80% di tali finanziamenti risultava essere "sostenibile."

Più in generale per quanto riguarda gli investimenti nella Fig. 4.17 si possono individuare gli investimenti totali, ed il tasso di investimento, calcolato come rapporto tra Capex e immobilizzazioni tecniche nette.

**Fig. 4.17: Investimenti e tasso d'investimento**



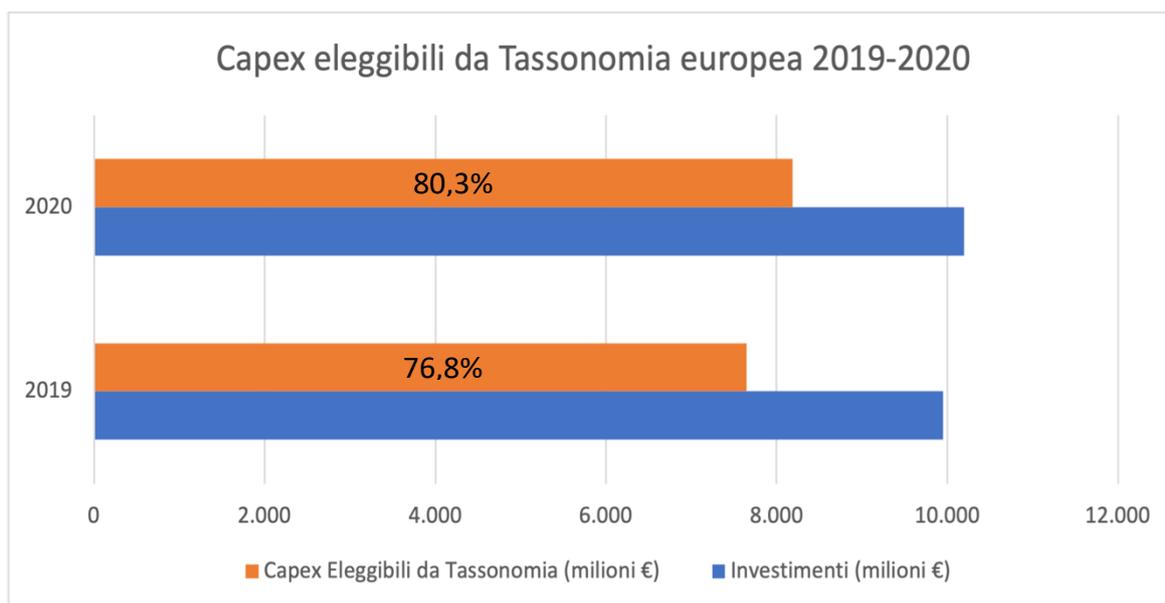
**Fonte: rielaborazione propria su dati Enel**

Come si evince dalla figura nel periodo considerato il tasso d'investimento risulta in crescita di 3,3 punti percentuali rispetto al 2015. Questo è dovuto da un lato all'aumento del Capex, rispetto ad immobilizzazioni tecniche nette pressoché costanti nel periodo analizzato. C'è da sottolineare un calo del tasso d'investimento netto nel periodo 2017-2018 attribuibile principalmente ad un minor Capex rispetto al 2016. Tuttavia, nel periodo 2019 e 2020 si registra un forte aumento del tasso d'investimento, imputabile all'aumento dei Capex.

Risulta interessante valutare, nel periodo 2019-2020 (in cui sono presenti i dati relativi alla Tassonomia), la percentuale di Capex eleggibili dalla Tassonomia europea. Nella Fig. 4.18 è possibile osservare come le percentuali di Capex eleggibili risultino essere elevate (80,3% nel 2020 e 76,8% nel 2019) poiché, come

detto in precedenza, la maggior percentuale di investimenti capex è riferibile ad attività rinnovabili ed alla rete di distribuzione (in un'ottica di maggior efficienza energetica e digitalizzazione), le quali risultano rientrare in attività "green".

**Fig. 4.18:** Capex eleggibili da tassonomia europea



**Fonte:** rielaborazione propria su dati Enel.

Tornando all'analisi dei flussi di cassa, negli anni 2015-2019 tuttavia si può notare una diminuzione del cash flow da attività di finanziamento, attribuibile principalmente alla differenza tra incremento dell'indebitamento finanziario (in forte aumento nel 2018 e 2019) e dai dividendi distribuiti. Nel 2020 si registra nuovamente un valore crescente del flusso da attività finanziaria, dovuto principalmente ad una minor crescita dell'indebitamento finanziario netto, viceversa contrastata da un aumento del dividendo distribuito oltre che all'aumento della quota di interessenza in Enel Chile.

In conclusione, per quanto riguarda i flussi di cassa "operativi", essi nel corso del tempo sono aumentati. In parallelo al loro aumento c'è sicuramente un forte incremento delle attività di investimento (rivolte in particolare a digitalizzazione e rinnovabili). Tuttavia, il collegamento tra criteri ESG e flussi di cassa operativi risulta essere "indiretto", in quanto tali criteri possono impattare sull'EBITDA (come vedremo dopo), ed inoltre giocano un importante ruolo sull'indebitamento finanziario netto, e di conseguenza sull'indice FFO/IFN.

Prima di analizzare EBITDA ordinario e Utile netto ordinario, ci sembra rilevante capire l'impatto dei criteri ambientali sulla prima voce del conto economico, ovvero i ricavi.

#### **4.3.3 Ricavi**

Abbiamo visto che le principali fonti di ricavo possono essere le Business Line relative alla generazione di energia, infrastrutture e distribuzione, vendita all'ingrosso, vendita utenti finale ed Enel X. Risulta ampiamente spiegato il ruolo del fattore ambientale nella generazione di energia, tuttavia esso può essere anche connesso con le reti ed Enel X. Infatti, oltre alle emissioni Scope 1, direttamente imputabili alla produzione<sup>25</sup>, ci sono altre forme "indirette" di emissioni. In particolare, le scope 2, dovute in parte all'acquisto di energia dalla rete, per evadere l'intera domanda, e le perdite<sup>26</sup> che possono verificarsi sulla rete. Quindi per quanto riguarda il business "infrastrutture e reti", ci si sta muovendo, tramite la digitalizzazione l'efficienza della rete, alla conseguente diminuzione di perdite sulla rete ed all'individuazione predittiva di eventuali guasti sulla rete. Ora risulta interessante capire come la digitalizzazione possa impattare sul miglioramento della rete. Ci limitiamo a elencare brevemente alcune attività che riteniamo interessanti. Innanzitutto, tramite l'automazione e l'utilizzo di tecnologie IoT è possibile intervenire e monitorare la rete, anche i luoghi più rischiosi, mitigando in parte il rischio di infortuni sul lavoro, ed aumentando l'efficienza operativa in termini di tempo ed evitando possibili disservizi. Inoltre, tramite gli smart meter (o contatori intelligenti) gli utenti finali possono valutare i propri consumi, migliorando il consumo energetico fino al 10%. Tuttavia, i contatori intelligenti servono anche per lo scambio di dati, utili ad Enel per valutare i consumi secondo le curve di consumo orario, e gestire eventuali criticità di rete. Un ulteriore passo, legato da un lato alla digitalizzazione, dall'altro all'elettrificazione (in particolare tramite Enel X) è la diminuzione di emissioni Scope 3, anch'esse indirette ed attribuibili alla vendita di elettricità e gas agli utenti finali; ed in parte all'esplorazione e trasporto delle fonti fossili utilizzate per la produzione. In particolare, l'obiettivo è quello di aumentare l'elettrificazione, da un lato per creare nuovi modelli per il riscaldamento delle abitazioni (pompe di calore), limitando così

---

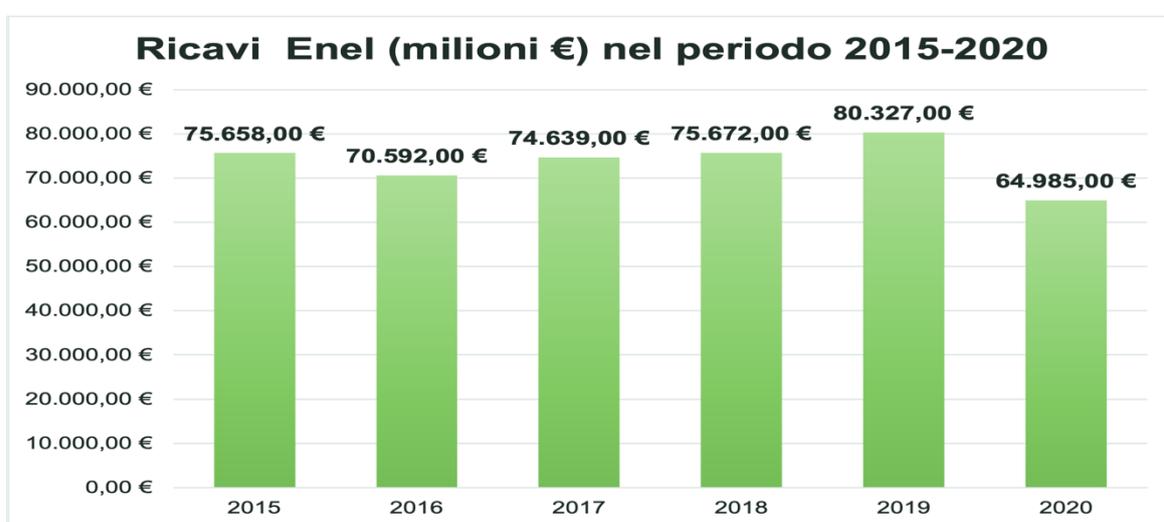
<sup>25</sup> Ricordandoci che in Europa oltre al prezzo delle materie prime occorre anche aggiungere alla produzione i costi della CO2. Tuttavia, essi vengono bilanciati (nel periodo in analisi) dalla vendita di certificati verdi (circa 0,5 miliardi €/anno). Negli ultimi due anni il prezzo della CO2 si è attestato intorno ai 25€/tn. Tuttavia, nell'ultimo periodo del 2021, a causa del rincaro del prezzo del gas, alcuni produttori hanno preferito utilizzare il carbone, provocando un rincaro di tale prezzo.

<sup>26</sup> Nel 2020 si sono registrate emissioni Scope 2 pari a 3,6 ton. Di CO2 eq.

le emissioni scope 3 legate al gas, ed in parte per aumentare (tramite l'uso di sistemi di storage) l'immissione in rete di energia rinnovabile direttamente prodotta dai clienti finali.

La domanda di base potrebbe essere "perché sono stati valutati gli aspetti E delle singole fonti di ricavo?". La risposta è rappresentata dal modello imposto dalla Tassonomia Europea, che lega il ricavo ad attività environmental (per ora). Di conseguenza in questa sezione da un lato si andranno a valutare gli andamenti dei ricavi, e dall'altro quanto, stando alle linee guida della tassonomia, siano effettivamente eleggibili.

**Fig. 4.19: Ricavi del Gruppo Enel nel periodo 2015-2020**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel.

Nel corso del piano strategico 2015-2019, ad eccezione del 2016 in cui Enel ha registrato minori ricavi soprattutto a causa di minori vendite (sia all'ingrosso che verso clienti finali) ed anche a causa del maggior apprezzamento dell'euro sulle monete dei paesi in cui Enel opera, il fatturato ha un andamento crescente, in linea con gli obiettivi prefissati. Nel 2020, i ricavi sono in flessione rispetto agli anni precedenti, la causa principale è individuabile nella pandemia COVID-19, la quale ha impattato sulle vendite di energia e gas ed inoltre sulla linea di business Enel X. Le attività di Enel che generano ricavi sono riassumibili in: generazione di Energia (circa 22% del fatturato totale nel 2020), vendita all'ingrosso (circa 22% del fatturato totale nel 2020), vendita mercati finali circa 22% del fatturato totale nel 2020 ( ), Distribuzione dell'energia (circa 22% del fatturato totale nel 2020), Servizi ed altro (2.7%). Passando ora all'analisi sopracitata, risulta interessante riscontrare come le attività siano eleggibili dalla Tassonomia europea, e la percentuale di fatturato eleggibile. C'è da sottolineare che le due attività di vendita all'ingrosso e vendita al

mercato finale (tolta la componente Enel X) non rientrino nella tassonomia in quanto non risultano essere attività direttamente connesse ad aspetti “E”. Nella Tabella 8 vengono riportati i valori percentuali del Fatturato eleggibile.

**Tabella 8: Fatturato Eleggibile dalla Tassonomia Europea**

Area di business	2020		2019	
	% su ricavi totali	% eleggibile da Tassonomia europea	% su ricavi totali	% eleggibile da Tassonomia europea
Generazione di Energia	22,0%	10,6%	20,2%	8,6%
Vendita all'ingrosso di energia	19,2%	-	26,9%	-
Distribuzione energia	27,4%	23,2%	25,0%	20,7%
Vendita mercati finali	28,7%	1,0%	25,5%	0,9%
Altro	2,7%	-	2,4%	-
<b>Totale</b>	<b>100,0%</b>	<b>34,8%</b>	<b>100,0%</b>	<b>30,2%</b>

Come dichiarato da Enel, la percentuale di fatturato eleggibile, risulta essere pari al 34,8% (2020), in crescita del 4,6% rispetto al 2019. Valutando soltanto le attività coperte dai parametri riferibili alla Tassonomia europea (circa 48,3 dei Ricavi), possiamo affermare che circa il 72% dei ricavi generati dalle attività coperte da Tassonomia (Generazione, distribuzione ed Enel X) risulta essere eleggibile. Questo risultato si mostra interessante, in quanto l'attività di generazione e distribuzione che coprono circa il 50% del fatturato, sono allineate con la tassonomia. La prospettiva futura, legata ad Enel X, potrebbe essere quella di aumentare la percentuale di elettrificazione, e quindi ottenere un ricavo eleggibile maggiore nella voce “Vendita mercati finali”. Inoltre, nel processo di totale decarbonizzazione la generazione di energia dovrebbe comportare la quasi totalità di eleggibilità. Più in generale nel futuro Enel potrebbe migliorare ulteriormente la voce “E”, ed

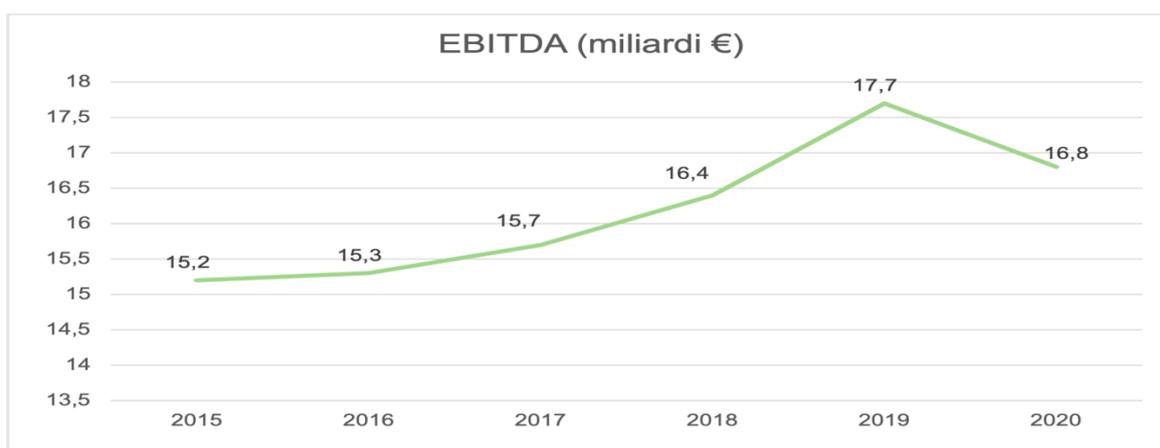
umentare in generale il fatturato “ESG” con l’evoluzione della tassonomia anche su fattori S e G.

Continuando con i dati economici possiamo ora passare ad un indicatore importante per la strategia Enel, oltre che rappresentare un indice di “gestione operativa”, presente in alcuni indici come EBITDA/IFN<sup>27</sup>.

#### 4.3.4 EBITDA, EBITDA ordinario ed EBITDA low carbon

In generale il valore dell’EBITDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation) rappresenta, come deducibile dalle iniziali dell’acronimo EBITDA, la redditività ottenuta dalla gestione caratteristica, senza includere costi finanziari, fiscali, impairment ed ammortamenti. Nella documentazione Enel, da cui sono stati estrapolati i dati, il valore dell’EBITDA e del MOL risultavano essere identici<sup>28</sup>. In generale nel periodo 2015-2019 l’EBITDA risulta essere in crescita. Questo risultato è associabile ad una buona gestione operativa, in linea con la strategia di crescita industriale. Per quanto riguarda il 2020 si riscontra un EBITDA in calo, tale risultato è associabile all’impatto che la pandemia COVID-19 ha generato sui risultati operativi del gruppo. In generale il miglioramento della gestione caratteristica riesce a bilanciare il maggior costo dovuto ad uscite anticipate del personale e fattori macroeconomici come il tasso di cambio. L’andamento dell’EBITDA è osservabile nella Fig. 4.20.

**Fig. 4.20: Andamento dell’EBITDA nel periodo 2015-2020**



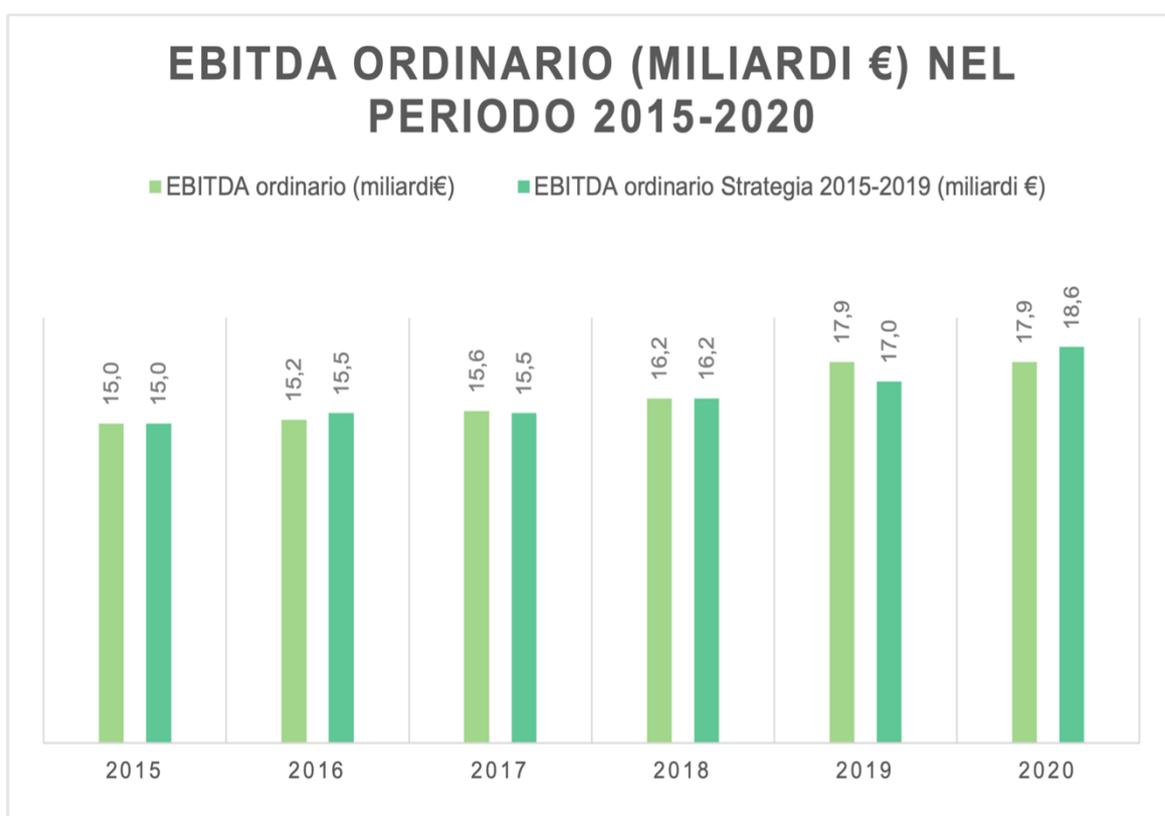
<sup>27</sup> Pari a 2,5 X nel 2020.

<sup>28</sup> In alcuni casi possono avere leggere differenze, in quanto arrivano allo stesso risultato ma in modo differente.

**Fonte:** Rielaborazione propria su dati Enel.

Tuttavia, nella strategia di Enel gli obiettivi sono valutati in base all'EBITDA ordinario. L'EBITDA ordinario si differenzia dall'EBITDA poiché vengono nettate le partite straordinarie (plusvalenze e minusvalenze straordinarie, ripristini di valore straordinari, ecc.). In generale si aggiungono o sottraggono i risultati di acquisizioni o cessioni aziendali. I risultati legati alle attività rinnovabili non rientrano in partite straordinarie, poiché a partire dal 2016 i proventi relativi alla cessione di progetti in campo rinnovabile, rientrano nell'attività ordinaria (Fonte Relazione Finanziaria annuale Gruppo Enel 2016). Nella Fig.4.21 possiamo notare l'andamento del valore dell'EBITDA ordinario. Nella stessa figura è possibile inoltre individuare, i risultati attesi dalla strategia aziendale. (Relativo al Piano 2015-2019 e del 2020).

**Fig. 4.21: Andamento EBITDA ordinario generato vs EBITDA ordinario strategico**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel

Come si evince dalla Fig. 4.21 L'EBITDA ordinario è aumentato nel periodo 2015-2019 di 2,9 miliardi €. Questo è dovuto in parte alla crescita industriale e al miglioramento dell'efficienza operativa. Tuttavia, come detto in precedenza alcuni

effetti “scenario” hanno corretto in negativo tale aumento. Il risultato finale (nel 2019) risulta essere superiore rispetto al piano strategico. Nel 2020, rispetto al valore strategico si riscontra un –0,7 miliardi di €, giustificati dal “fattore” pandemia. Nelle prospettive future il valore dell’EBITDA ordinario, rivalutato nel periodo *post-COVID*, dovrà aumentare costantemente, fino ad un valore stimato di circa 21 miliardi € entro il 2023. Sicuramente gli investimenti in decarbonizzazione, elettrificazione e digitalizzazione giocheranno un ruolo importante nella crescita dell’EBITDA. Dal momento che, l’EBITDA risulta un valore di “partenza” nel calcolo dei flussi di cassa operativi, ed incide anche sull’aumento/ diminuzione dell’Utile netto, risulta interessante capire quanto tale indicatore sia legato a politiche di decarbonizzazione. In altre parole, vogliamo capire quanto sia effettivamente l’EBITDA ordinario creato da attività low-carbon.

In particolare, tale dato è stato valutato dal 2018 (primo anno in cui Enel X ha permesso di osservare risultati). L’EBITDA ottenuto da prodotti servizi ed innovazione low carbon<sup>29</sup> di Enel risulta rappresentare circa il 90% dell’EBITDA ordinario complessivo nel 2018 e nel 2019. A causa di minori vendite e più in generale dell’impatto del coronavirus, nel 2020 si registra una leggera contrazione percentuale, che porta l’EBITDA low carbon all’87%<sup>30</sup>. Si può in generale affermare che le tecnologie e la strategia di decarbonizzazione rappresenta in gran parte il valore dell’EBITDA ordinario totale del gruppo Enel.

I maggiori EBITDA ordinari sono attribuibili a distribuzione, generazione da rinnovabili (attività quasi totalmente “green”), ed alla vendita nel mercato finale. Tuttavia, è possibile reperire dati anche in base all’EBITDA eleggibile<sup>31</sup> secondo la Tassonomia. In tal caso la percentuale si abbassa a circa il 63% nel 2020. Possiamo quindi affermare, in base ai dati raccolti, che il fattore “E” nella redditività operativa gioca un ruolo importante. Tale effetto risulta poi, a nostro parere, essere un risultato “a cascata” su flussi di cassa operativi e utile netto (ordinario). In generale Enel risulta essere uno dei principali *first movers* in tema rinnovabile, ed inoltre il

---

<sup>29</sup> In questo valore vengono anche considerati servizi low carbon. Nella documentazione non vengono esplicitate le componenti di tale valore, ma ipotizziamo sia attribuibile a CO2 in diminuzione da uffici stampa, movimentazione con mezzi dei dipendenti ed altri valori “indiretti”.

<sup>30</sup> Dati raccolti dalle relazioni finanziarie annuali e dai bilanci di sostenibilità 2018,2019,2020.

<sup>31</sup> In realtà questo valore non è richiesto dalla Tassonomia, che prevede a partire da Gennaio 2022 la presenza di % eleggibili di Ricavi, Capex e Opex. I valori di Capex eleggibile al 2020 sono pari all’80% dei totali e pari a circa 10 miliardi di €. Par quanto riguarda gli Opex Eleggibili (spesa operativa ordinari) sono pari al 30% degli Opex totali (7,5 miliardi di €).

continuo aumento di digitalizzazione (anche in questo caso Enel risulta essere tra i principali attori in ambito smart meter) portano tali attività ad aumentare percentualmente il valore “low-carbon” nell’EBITDA ordinario, in quanto i core business del gruppo si stanno trasformando sempre più in attività a basso impatto ambientale. Infine, continuando con l’analisi dei dati economici continuiamo la trattazione valutando i risultati dell’Utile netto ordinario, valore fondamentale in ottica di creazione di valore per gli shareholders.

#### ***4.3.5 Utile netto ed Utile netto ordinario***

Un ulteriore risultato economico nella strategia Enel è rappresentato dalla crescita dell’Utile netto ordinario. Il calcolo dell’utile netto ordinario è ottenuto a partire dall’utile netto del gruppo alla quale vengono sommati e sottratti gli elementi non ordinari come ad esempio: plusvalenze (in questo caso vengono sottratte), minusvalenze per rinuncia a progetti (in questo caso vengono sommati) ed adeguamenti di valore (se negativi vengono sommati, viceversa se positivi). Nella Fig. 4.8 è possibile notare i valori dell’utile netto ordinario effettivi ed allo stesso tempo i valori riferiti alla strategia del Gruppo<sup>32</sup>.

Nella Fig. 4.8 vengono rappresentati con la linea verde scuro i valori approssimati dell’utile ordinario netto secondo il piano strategico del Gruppo Enel, viceversa la linea verde chiaro indica i risultati dell’utile netto ordinario effettivamente conseguiti dal Gruppo. In generale, nei primi due anni analizzati i valori risultano essere quasi coincidenti. Nel 2018 è possibile osservare un superamento di circa 0,3 miliardi € rispetto al piano strategico, tuttavia l’anno successivo si registra nuovamente un valore in accordo con il piano. Infine, si può affermare che in base agli obiettivi del piano strategico 2015-2019 il gruppo Enel ha conseguito nel 2019 un valore di utile netto perfettamente in linea con gli obiettivi (secondo il piano strategico tale valore doveva risultare maggiore di 4.1 miliardi di euro nel 2019). Nel 2020 l’utile netto ordinario differisce di 0,2 miliardi di euro rispetto al piano strategico, ma risulta comunque essere superiore al valore di utile netto ordinario dell’esercizio precedente.

---

<sup>32</sup> In particolare, per quanto riguarda il piano strategico 2015-2019 tali valori sono stati individuati a partire dal piano stesso (2015,2016,2019) ed altri valori dalle stime effettuate nel corso del periodo del piano, in particolare sono stati individuati nella “prevedibile evoluzione della gestione”

**Fig. 4. 22: Utile netto ordinario Gruppo Enel a confronto con l'utile netto ordinario strategico.**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel

Per completezza nella Tabella 9 vengono anche riportati i valori di utile netto e risultato operativo del Gruppo. L'utile netto è fortemente influenzato dal risultato operativo, nonché da eventuali plusvalenze, minusvalenze, adeguamenti di valore ed imposte ed oneri finanziari. Nel 2019 il risultato operativo (RO), che nelle relazioni finanziarie consultate equivale al valore dell'EBIT, è soggetto ad una flessione dovuta principalmente all'adeguamento (in negativo) del valore di impianti a carbone in Italia e Spagna. Tali voci rappresentano allo stesso tempo la maggior quota (in positivo per l'utile netto ordinario) del delta di differenza tra utile netto ed utile netto ordinario nel 2019. Nel 2020 la differenza maggiore tra utile netto ed utile netto ordinario è associabile all'adeguamento di attività associate alla cessione della partecipazione di Slovenské elektrárne<sup>33</sup>, Oltre all'adeguamento di

<sup>33</sup> Società energetica, con sede a Bratislava, la quale produce principalmente utilizzando il mix produttivo nucleare, idroelettrico e a fonti fossili.

valore alcuni impianti a carbone. Si registra invece (nel 2017 e nel 2018) un utile netto maggiore rispetto all'utile netto ordinario.

**Tabella 9: Differenze tra Utile netto ed Utile netto ordinario**

<b>Anno</b>	<b>u.d.m.</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Risultato Operativo</b>	Milioni €	7.685	8.921	9.792	9.900	6.680	8.368
<b>Utile netto Gruppo (UN)</b>	Milioni €	2.196	2.570	3.779	4.789	2.174	2.610
<b>Utile netto ordinario Gruppo (UNo)</b>	Milioni €	2.887	3.243	3.709	4.060	4.767	5.200
<b>Δ (UN-UNo)</b>	Milioni €	-691	-673	70	729	-2.593	-2.590

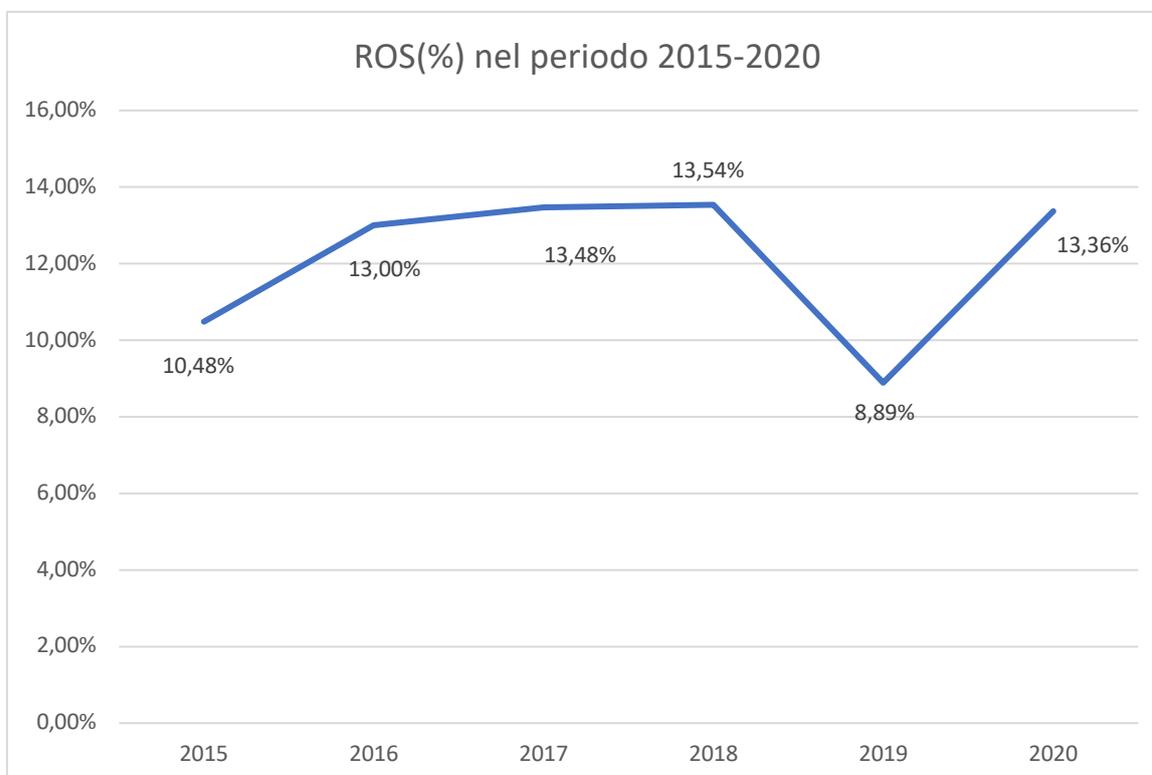
È importante sottolineare che a partire dell'utile netto ordinario viene calcolato il dividendo, che rappresenta il fine ultimo della strategia, che mira alla creazione di valore per gli azionisti. Nella successiva trattazione andremo a commentare i principali risultati della strategia Enel nella politica del dividendo. Infatti, il trend di crescita dell'utile netto ordinario ha permesso a sua volta di distribuire dividendi per azione maggiori. Riteniamo importante sottolineare, come anche l'utile netto sia interconnesso con gli aspetti E. Infatti, unendo le nozioni precedentemente citate, entrambi i valori di "crescita" (EBITDA ordinario e oneri finanziari meno costosi rispetto a forme tradizionali) evidenziati nella Fig. 4.4 sono attribuibili direttamente o indirettamente al fattore ambientale.

Dopo aver analizzato i “valori assoluti” di Ricavi, EBITDA, EBIT ed Utile netto risulta importante andare ad analizzare i principali indici di bilancio, nei quali essi sono utilizzati per valutare la redditività aziendale.

## ROS

Il ROS (Return on Sales), calcolato come rapporto tra reddito operativo e ricavi da vendite e prestazioni, rappresenta la redditività delle vendite. Nella Fig. 4.23 è rappresentato l’andamento di tale indice nel corso del periodo 2015-2020. L’andamento del ROS è crescente fino al 2019, anno in cui si registra un netto calo del risultato operativo, dovuto in particolare agli *impairment* degli impianti a carbone in Italia e Spagna. Tuttavia, nel 2020 il ROS ritorna a valori simili rispetto ad anni precedenti (intorno al 13%), questo in parte è dovuto all’aumento del numeratore (EBIT) ma anche al decremento del denominatore (ricavi da vendite e prestazioni) che tra il 2019 ed il 2020 è passato da 77,3 miliardi € a 62,6 miliardi di € (a causa delle minori vendite imputabili alla pandemia).

**Fig. 4.23: Andamento del ROS nel periodo 2015-2020**

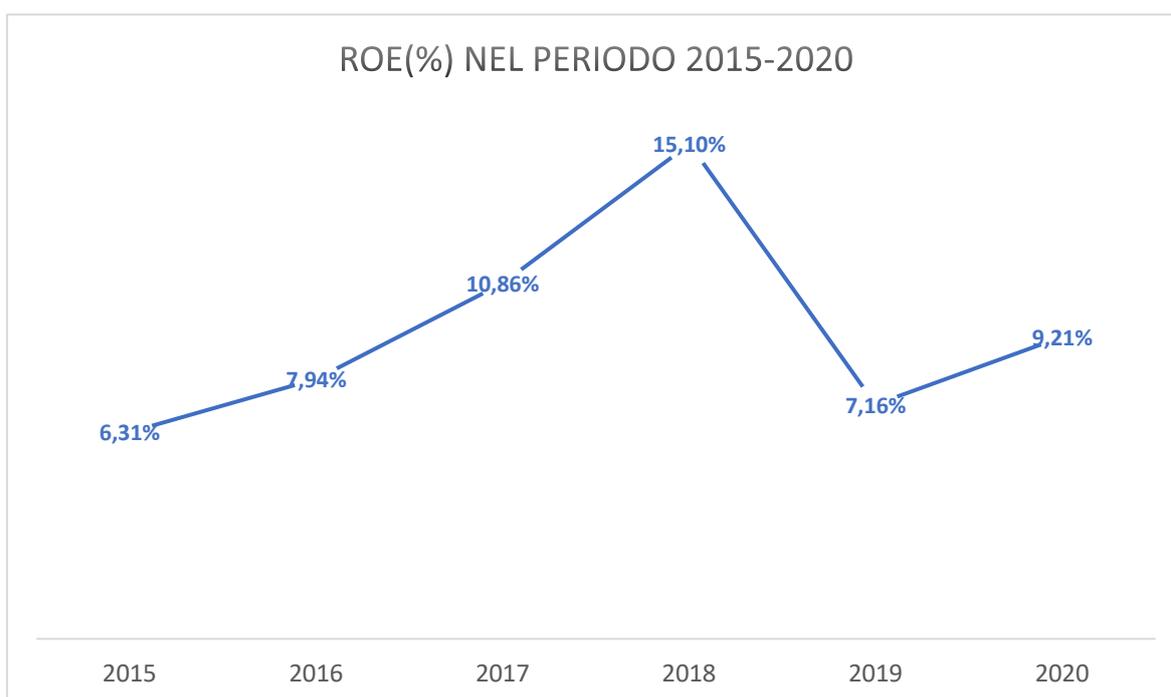


**Fonte:** rielaborazione personale su dati Enel

## ROE

Il ROE (Return on Equity) è una misura contabile del rendimento del capitale netto (KN). Tale indice misura il rendimento generale dell'impresa (in particolare per i suoi azionisti). È calcolato come rapporto tra reddito d'esercizio e patrimonio netto. Anche in questo caso si può notare (dalla Fig.4.24) un andamento crescente fino al 2018, in particolare tra il 2015-2018 si registra un aumento del ROE% di circa il 9%. Tuttavia, nel 2019 si registra un calo di tale indice dell'8%, imputabile ad un netto calo del reddito d'esercizio (dovuto in particolare alle sopracitate svalutazioni di impianti a carbone), il quale passa da 4,8 miliardi di € nel 2018 a 2,2 miliardi € nel 2019. Nel 2020 si registra un aumento di tale indice, in particolare grazie ad aumento (2,6 miliardi €) del reddito d'esercizio ed un lieve calo del patrimonio netto.

Fig. 4.24: Andamento del ROE nel periodo 2015-2020



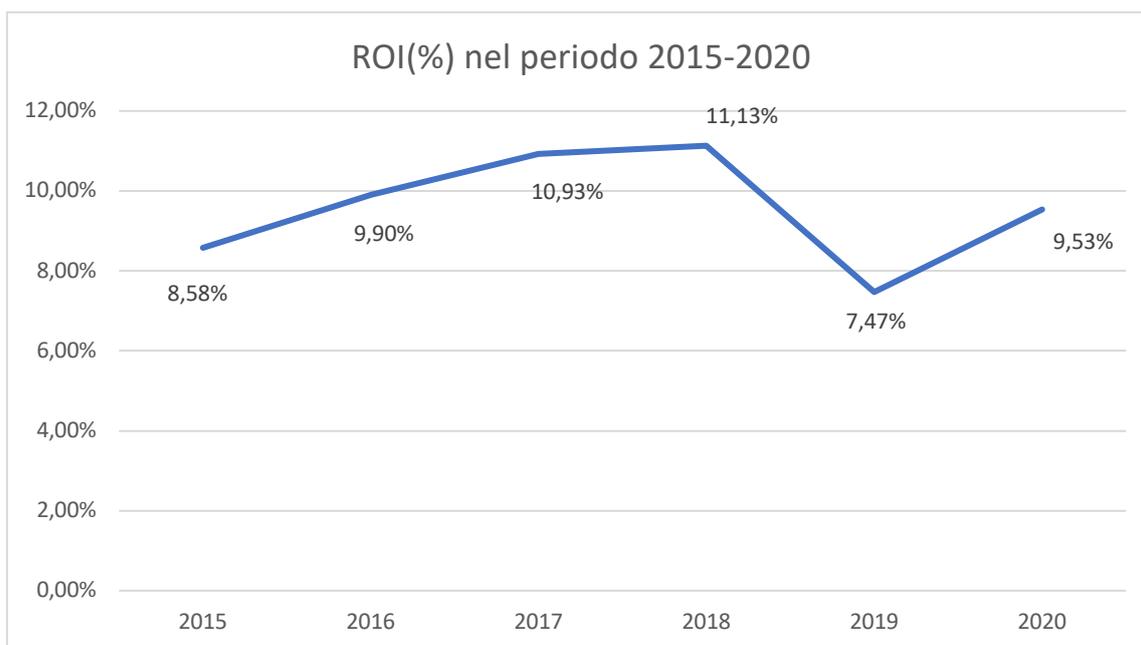
Fonte: Rielaborazione personale su dati Enel

## ROI

Il ROI (Return on investment) è calcolato come rapporto tra l'EBIT ed il capitale operativo netto (KON). Questo indice misura il rendimento degli investimenti

operativi effettuati. Anche in questo caso l'andamento è pressoché crescente fino al 2018 con un calo nel 2019 ed un rialzo nel 2020. Infatti, il trend ricalca l'andamento dell'EBIT, ed inoltre risente (nel 2019) l'aumento del denominatore, in particolare dovuto all'aumento del debito netto. L'andamento del ROI è osservabile nella Fig.4.25

**Fig. 4.25: Andamento del ROI nel periodo 2015-2020**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel

Inoltre, è stata effettuata un'ulteriore verifica calcolando il ROI come prodotto tra tasso di rotazione del capitale investito<sup>34</sup> e ROS, i risultati ottenuti sono i medesimi e visibili nella Tabella 15.

**Tabella 15**

Anno	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Rotazione Capitale investito	0,8184	0,7612	0,8112	0,8223	0,8397	0,7135

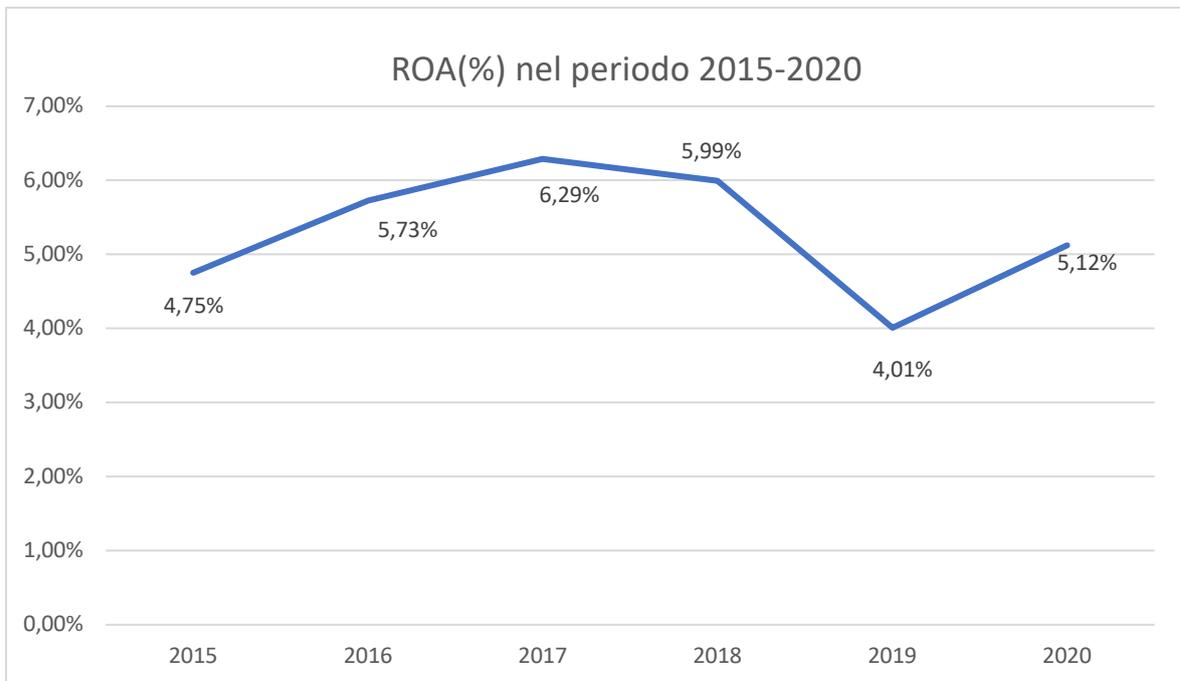
<sup>34</sup> Calcolato come rapporto tra ricavi dalle vendite e capitale investito.

ROS	0,1048	0,1300	0,1348	0,1354	0,0889	0,1336
ROI	<b>8,58%</b>	<b>9,90%</b>	<b>10,93%</b>	<b>11,13%</b>	<b>7,47%</b>	<b>9,53%</b>

## ROA

Il ROA (Return on Asset), calcolato come rapporto tra EBIT e totale degli asset, misura la capacità di creare valore tramite gli asset posseduti.

Fig. 4.26: Andamento ROA nel periodo 2015-2020



Fonte: Rielaborazione personale su dati Enel.

L'andamento è simile agli indicatori visti in precedenza (Ad eccezione del 2018 dove si può osservare un lieve calo imputabile all'aumento delle attività). In particolare, nel 2019 si nota una diminuzione dovuta al calo dell'EBIT.

In conclusione, possiamo affermare che gli indici analizzati hanno andamenti pressoché simili (e crescenti). L'unico anno in cui si registrano dei cali risulta essere il 2019. Tuttavia, nel 2020, nonostante il periodo macroeconomico negativo, Enel

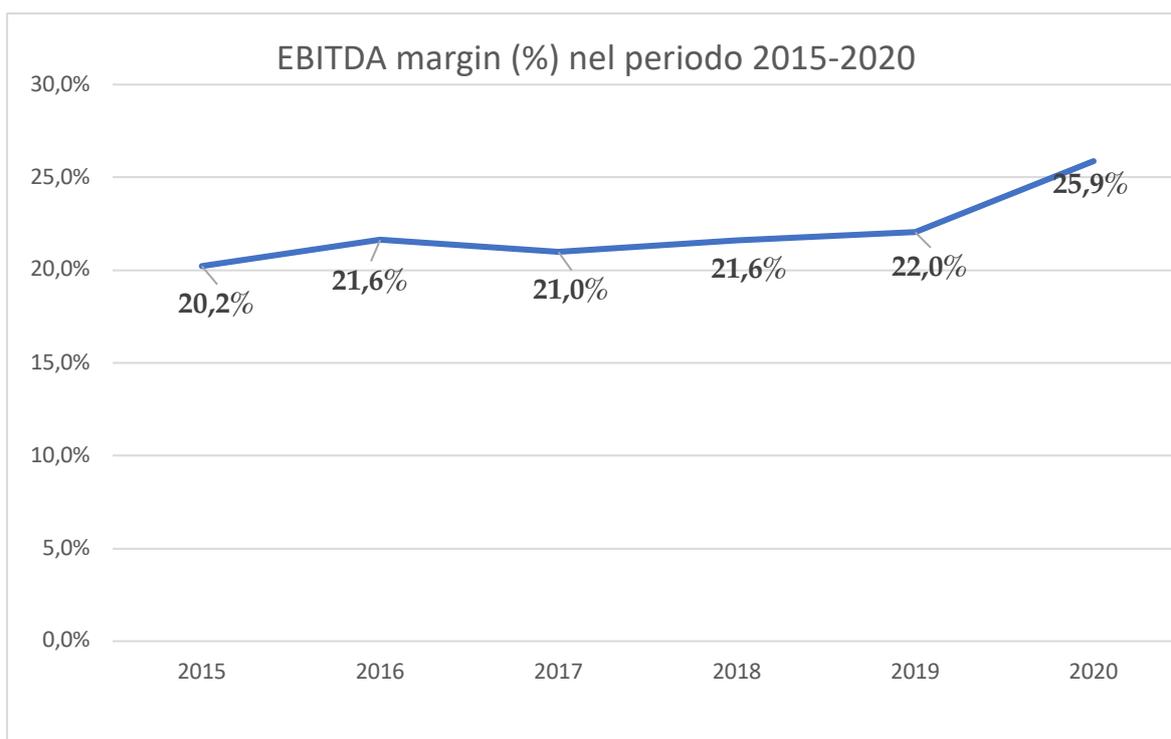
Group ha ottenuto indici con trend crescenti rispetto al 2019, ed in alcuni casi (ROS), quasi pari ai valori del 2018.

Tuttavia, per completezza è stato anche valutato l'indice EBITDA margin.

### EBITDA margin

L'indice EBITDA margine è simile al ROS, ma al numeratore al reddito operativo vengono sommati gli ammortamenti, in quanto non rappresentano una vera e propria uscita di cassa. In generale questo indice è utilizzato per valutare la redditività operativa, ed in alcuni casi è utilizzato per valutare il grado di sostenibilità del debito. Più tale indice risulta essere elevato, maggiore è la redditività. Nella Fig.4.27 è possibile individuare l'andamento di tale indice.

**Fig.4.27: Andamento EBITDA margin**



**Fonte: Rielaborazione personale su dati Enel**

In questo caso si può notare un andamento relativamente costante tra il 2016 ed il 2018, seguito da una crescita nel 2019. Tuttavia, la diminuzione dei ricavi registrata nel 2020, accompagnata dall'aumento dell'EBITDA ha aumentato notevolmente il valore percentuale di tale indice portandolo intorno al 26%.

Dopo aver analizzato i principali indici di redditività, possiamo passare a valutare l'ultimo obiettivo della strategia di Enel, ovvero la creazione di valore per l'azionista tramite l'aumento del dividendo

#### 4.3.6 Remunerazione azionisti

Nella Fig. 4.28 è rappresentata la crescita del payout secondo il piano strategico Enel 2015-2019. Inoltre, tale valore nel corso della strategia 2020-2022 rimane fisso a 70%. Dalla Figura è possibile notare come, a partire dal 2017, Enel è riuscita ad ottenere un miglioramento del payout %, rispetto ai piani strategici, concludendo nel 2019 con un payout pari al 70% (+ 5% rispetto alla strategia).

Fig. 4.28: Andamento payout percentuale



Fonte: Rielaborazione personale su dati Enel.

Un altro obiettivo è riferito al dividendo minimo per azione. Per tali valori sono stati considerati per i primi due anni i dati del piano strategico, per i restanti anni i dati sono stati ottenuti in base alle previsioni del Gruppo, individuabili nella relazione annuale consolidata, in particolare nella sezione "prevedibile evoluzione della gestione". Inoltre, si è andata ad osservare il dividendo effettivamente

distribuito da Enel. Dalla Fig. 4.29 è possibile notare come, nel corso del periodo d'analisi, il dividendo per azione è aumentato, in accordo con la strategia e connessa alla maggior creazione di valore per gli shareholders.

**Fig. 4.29: Dividendo per azione emesso nel periodo 2015-2020**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel

In generale nel 2017, si registra un dividendo maggiore rispetto al minimo garantito (0,210 €/azione). Anche nel 2020 si può registrare un dividendo maggiore rispetto al dividendo minimo garantito (0,350). Nei restanti anni il dividendo risulta in linea con i dividendi minimi garantiti. A partire dal 2016, sono stati versati acconti del dividendo nel gennaio e nel luglio dell'esercizio successivo, ovvero il pagamento del dividendo avviene in due tranche.

#### **4.3.7 Riassunto finale e conclusioni aspetto E**

Dopo aver analizzato l'impatto del fattore E sulla strategia, e più in generale sulla creazione del valore economico-finanziario, risulta interessante sottolineare alcuni aspetti. Riassumendo tramite investimenti in efficienza operativa e sviluppo è possibile accrescere il valore dell'EBITDA ordinario. Tale valore è in parte influenzato da aspetti ambientali in quanto tramite l'efficienza operativa si cerca,

oltre ad aumentare il margine ordinario, anche di migliorare l'efficienza di impianti, ed aumentare l'utilizzo di automazione riducendo in parte alcune perdite di energia ed emissioni. Tale valore (dell'EBITDA ordinario) risulta aumentare anche tramite crescita industriale, legando il core business a fonti rinnovabili, digitalizzazione ed elettrificazione. Questo aumento ha dei vantaggi sia dal punto di vista dei flussi di cassa operativi che dal punto di vista dell'utile netto ordinario. Inoltre, tale parametro può ricevere ulteriori margini di guadagno da una diminuzione degli oneri finanziari (rispetto allo stesso valore di indebitamento "tradizionale"), in quanto il debito legato ad attività sostenibili risulta essere meno costoso. Il risultato finale risulta essere l'aumento del dividendo per l'azionista. Riteniamo che da quest'analisi sul fattore "E" possa emergere un dato interessante, anche in un'ottica shareholder-stakeholder. Non rappresentiamo questi risultati come una netta evidenza della diminuzione del gap tra stakeholder e shareholder view; tuttavia, possiamo riscontrare la possibilità di aumentare la creazione del valore per l'azionista (tramite un aumento di profitti e dividendi), integrando sempre di più gli stakeholder nelle scelte strategiche, valutandone le priorità ed integrando politiche sostenibili all'interno della strategia aziendale, in particolare tramite gli investimenti. Tuttavia, le stesse scelte strategiche, in parte mosse dal contesto normativo, risultano allinearsi sempre più alla creazione di valore sostenibile. Riteniamo che concetto di valore "condiviso" risulta venir meno, in quanto anche in assenza di sostenibilità, la creazione di valore viene suddivisa tra azionisti (tramite i dividendi), finanziatori (con il pagamento delle cedole), dipendenti (con il pagamento degli stipendi) ed i governi (tasse ed imposte).

Arrivati a questo punto, riteniamo importante evidenziare ulteriori obiettivi strategici futuri del gruppo sempre più rivolti ad una politica di "conversione green". Successivamente, prima di analizzare aspetti di governace, in parte legati anche ai dividendi (ad esempio l'azionariato), ci concentreremo sull'analisi di alcuni aspetti "S", in particolare il tema "salute e sicurezza sul lavoro", in quanto oltre ad essere un tema a maggior priorità (come sottolineato nell'analisi della matrice di materialità) risulta essere un dato ESG connesso alla remunerazione dell'AD (come vedremo in seguito).

#### ***4.3.8 Ulteriori obiettivi strategici futuri del Gruppo Enel***

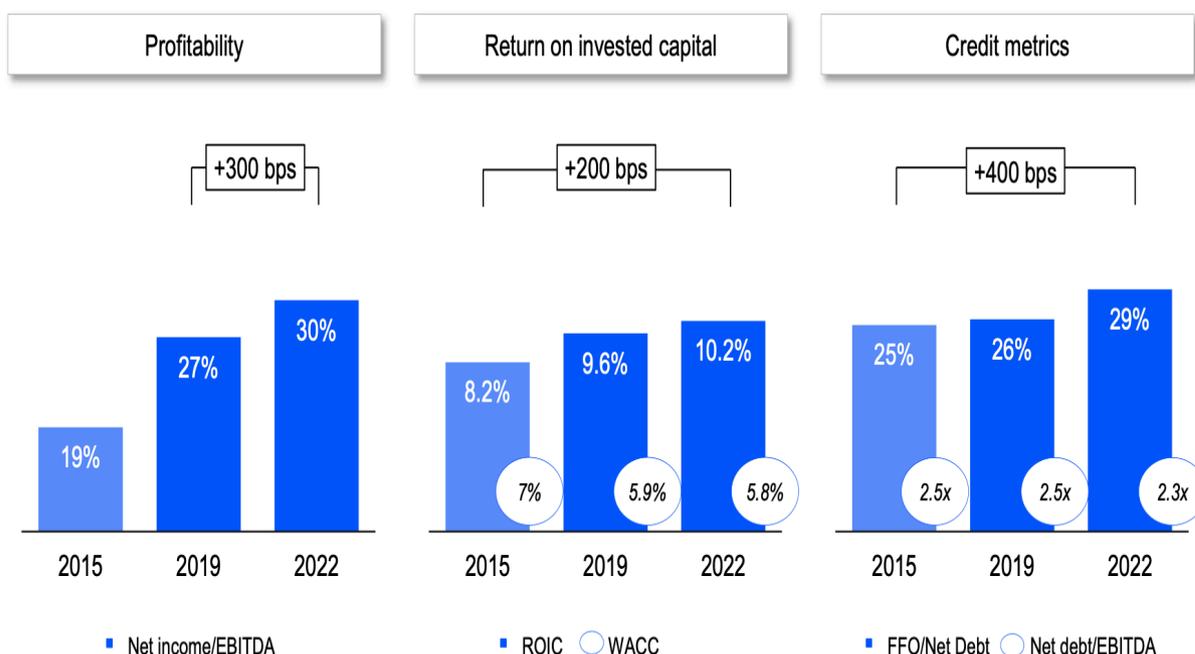
Come citato all'inizio del capitolo seguendo il piano strategico 2020-2022 è possibile evidenziare un notevole aumento degli investimenti in decarbonizzazione ed

elettrificazione. In generale l'obiettivo è legare gli investimenti agli obiettivi dell'agenda 2030 dell'Onu. In particolare, gli SDG 7,9,11 e 13. Alcuni di tali obiettivi sono già legati a SDG-linked bond. L'ottica rimane generalmente la stessa, investire in rinnovabili e reti, generare EBITDA ordinari ed utili ordinari sempre maggiori, al fine di riuscire a distribuire dividendi altrettanto maggiori. Risulta interessante anche osservare un altro punto chiave della strategia ovvero aumentare la differenza (misurata in bps) tra ROIC e WACC. In particolare, nella figura sottostante è rappresentata l'evoluzione di tale differenza dal 2015 al 2019, e le prospettive future, in particolar modo riferite al 2022. Il ROIC dal 2015 (8,2%) è cresciuto del 1,4% arrivando nel 2019 ad un valore pari a 9,6%. Il valore del ROIC si ottiene dividendo il reddito operativo al netto delle tasse per il capitale investito. In generale se tale valore è maggiore del WACC, l'impresa crea valore e risulta competitiva. Nel corso del piano strategico, il gruppo Enel è riuscito ad aumentare la differenza, indicata come "spread per la creazione di valore", indicata come:

$$\text{Spread per la creazione di valore Gruppo Enel} = \text{ROIC}\% - \text{WACC}\%$$

L'obiettivo della strategia è aumentare tale differenza, in particolar modo aumentando il ROIC, sostanzialmente mantenendo il WACC intorno al 5,8% (0,1 % in meno rispetto al 2019).

**Fig. 4.30: Scenari futuri di profittabilità, ritorno dell'investimento e metriche finanziarie**



Fonte: Piano strategico 2020-2022 Enel Group

Inoltre, Enel nel 2020 ha presentato un ulteriore piano strategico, relativo al triennio 2021-2023, con obiettivi proiettati al 2030. È possibile evidenziare due nuovi modelli di business: ownership e stewardship. Il primo legato al “modello tradizionale” ed il secondo legato ad investimenti con l’intervento di terze parti, e collaborazioni. Secondo tale piano nel corso del decennio, fino al 2030, Enel dovrà investire circa 190 miliardi di €, di cui 150 attribuibili al modello ownership e 40 (di cui 30 miliardi di € da fonti terze) attribuibili al modello stewardship. Gli investimenti verteranno principalmente sulle rinnovabili, sull’elettrificazione e sulle infrastrutture e reti. In questo contesto fino al 2023 l’obiettivo della crescita di valore per gli shareholders continuerà in parallelo con gli obiettivi sostenibili, generando dividendi per azioni intorno a 0,43 €/azione.

Tuttavia, i risultati semestrali del 2021, rispetto ai risultati semestrali del 2020, risultano essere in calo.

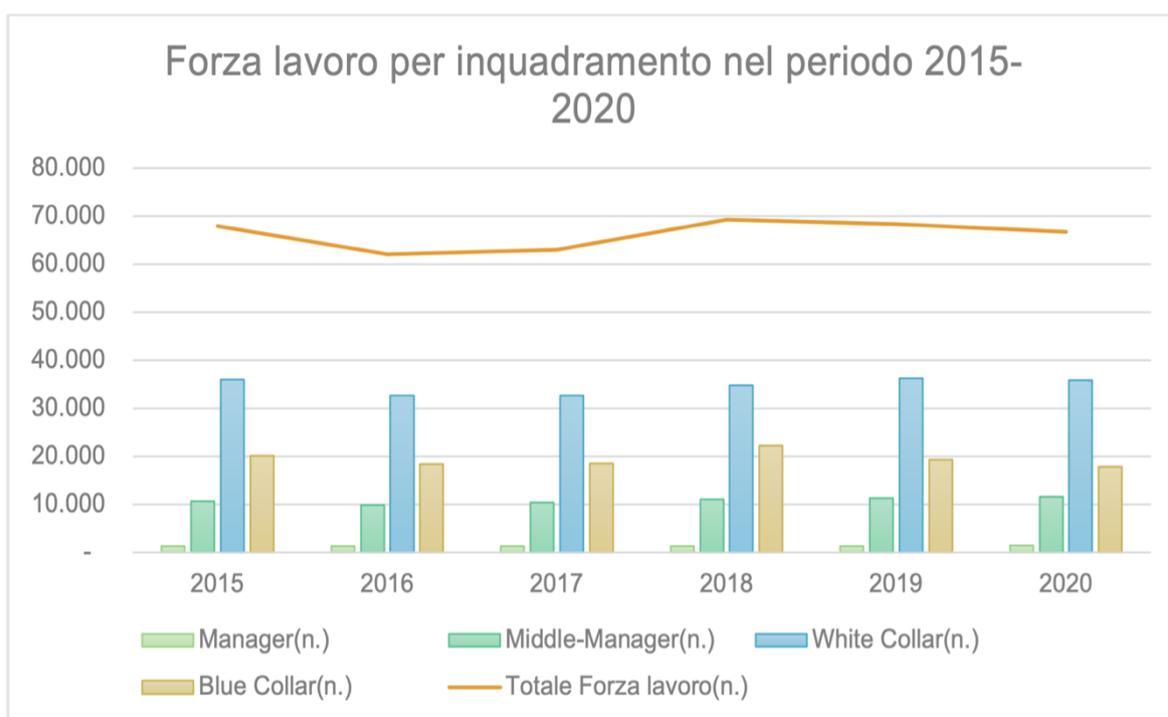
In generale i valori dell’EBITDA ordinario e dell’utile netto ordinario sono in calo rispetto al semestre dell’anno precedente (-10,6% e -8,7%). Si registra inoltre un aumento dell’indebitamento finanziario netto (50.148 milioni €), in linea con la politica descritta. Il cash flow da attività operativa risulta in aumento rispetto al primo semestre dell’anno precedente, tuttavia si registra un aumento dei flussi di cassa da attività d’investimento. (Fonte: Relazione finanziaria semestrale 2021)

## 4.4 ASPETTI “SOCIAL” IN ENEL

### 4.4.1 Introduzione

Finora ci siamo concentrati su alcuni aspetti “enviromental” che sono inclusi nella strategia di Enel, e sono diventati dei punti di riferimento nella creazione di valore. Tuttavia, considerando i vari aspetti ESG, la sostenibilità viene misurata anche sotto altri aspetti. Ci addentriamo maggiormente in aspetti “extra-finanziari” tipici dei bilanci di sostenibilità. Il principale aspetto “S” rivelato dall’analisi di materialità dei diversi anni risulta essere: “salute e sicurezza sul lavoro”. Prima di valutare gli indicatori inerenti alla sicurezza, introduciamo brevemente una panoramica sulla forza lavoro di Enel, in quanto rientra in diversi criteri sociali quali il welfare aziendale, formazione, inclusione e sicurezza. Anche in questo ambito ci possono essere riferimenti a dati economici e finanziari, ad esempio, costo del personale e accordi per l’uscita anticipata di personale, i quali possono avere un impatto sull’EBITDA. Inoltre, le spese in sicurezza vertono nel corso degli anni intorno a 250 milioni € / anno. La forza lavoro del Gruppo Enel ha subito alcuni cali dal 2015 al 2018, per rimanere pressoché stabile dal 2018 al 2020 (66.717 persone). Dalla Fig. 4.31 si può notare come i white collar coprano la percentuale più elevata seguiti di blue collar, i quali operano in mansioni più pratiche, a loro volta seguiti numericamente dai middel-manager ed infine troviamo le figure dei manager (Nel 2020 pari a 1.397 manager).

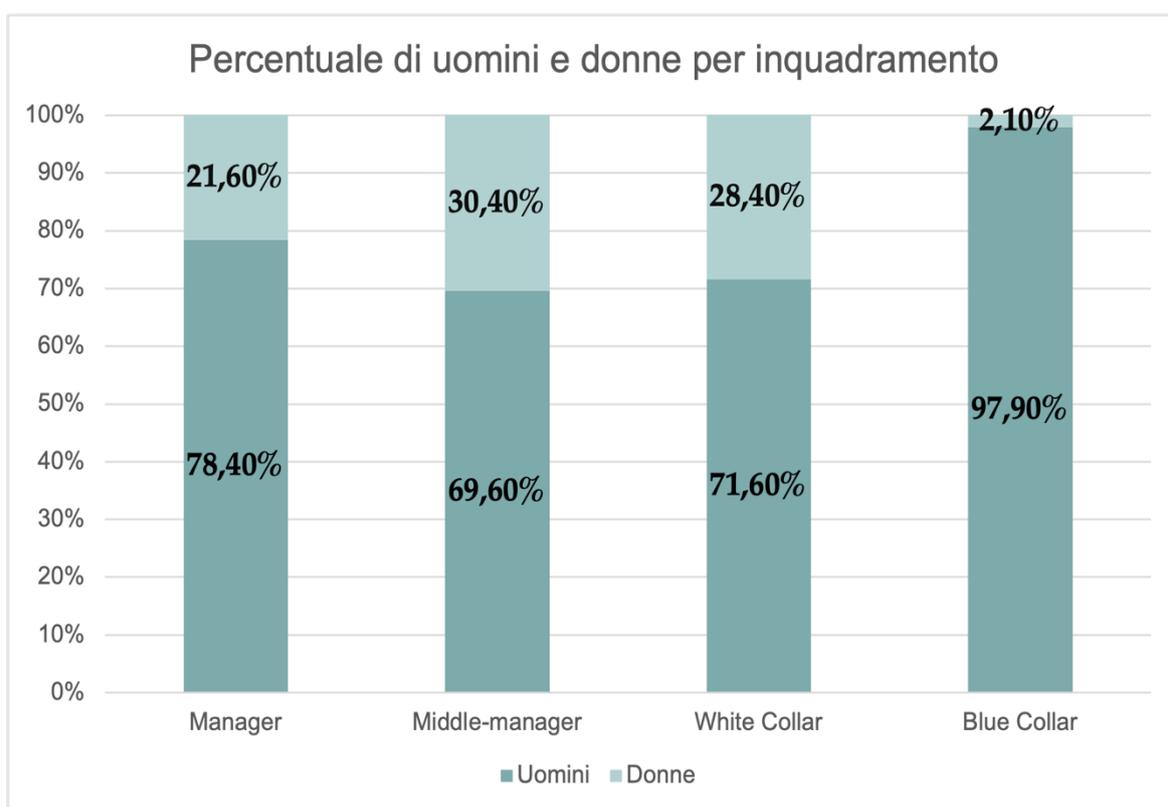
**Fig. 4.31: Forza lavoro Enel nel periodo 2015-2020**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel

Risulta interessante osservare come la parità di genere sia distribuita nei vari inquadramenti. Sulla base dei dati 2020, sempre nell'ambito "S" sono state valutate le percentuali di uomini e donne nei diversi inquadramenti lavorativi. I risultati sono visibili nella Fig. 4.32. In generale le donne rappresentano circa il 21% dell'organico totale, la percentuale di donne maggiori è individuabile nell'inquadramento "middle-manager". In generale l'obiettivo del Gruppo Enel è quello di aumentare il numero di donne nell'inquadramento "manager" e "middle-manager".

**Fig. 4.32: Percentuale di genere in base all'inquadramento lavorativo**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel.

#### **4.1.2 Salute e sicurezza sul lavoro**

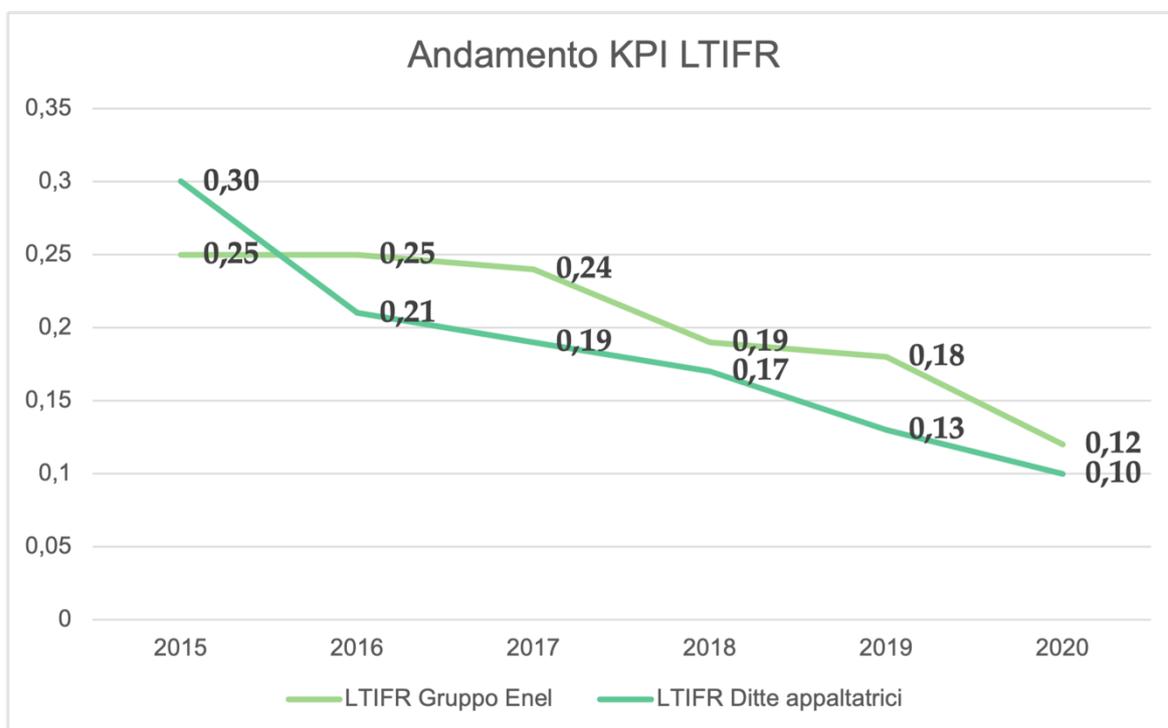
Ora ci concentreremo su un aspetto importante sia per la strategia aziendale che per i vari stakeholder ovvero la salute e la sicurezza sul lavoro (dai risultati delle matrici di materialità). Il gruppo Enel fornisce dati sia relativi al gruppo stesso che relativi alle imprese appaltatrici.

In generale Enel utilizza il KPI LTIFR (Lost time injury frequency rate) per misurare il tasso di infortunio pari a:

$$LTIFR = \frac{\text{Numero di infortuni totali}}{\text{Ore di lavoro totale}} \times 200.000$$

L'andamento del KPI è rappresentato nella Fig. 4.33

**Fig. 4.33: Andamento LTIFR Gruppo Enel e ditte appaltatrici**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel

Un'ulteriore KPI utilizzato in materia di salute e sicurezza sul lavoro è rappresentato dall'indice di frequenza di infortuni:

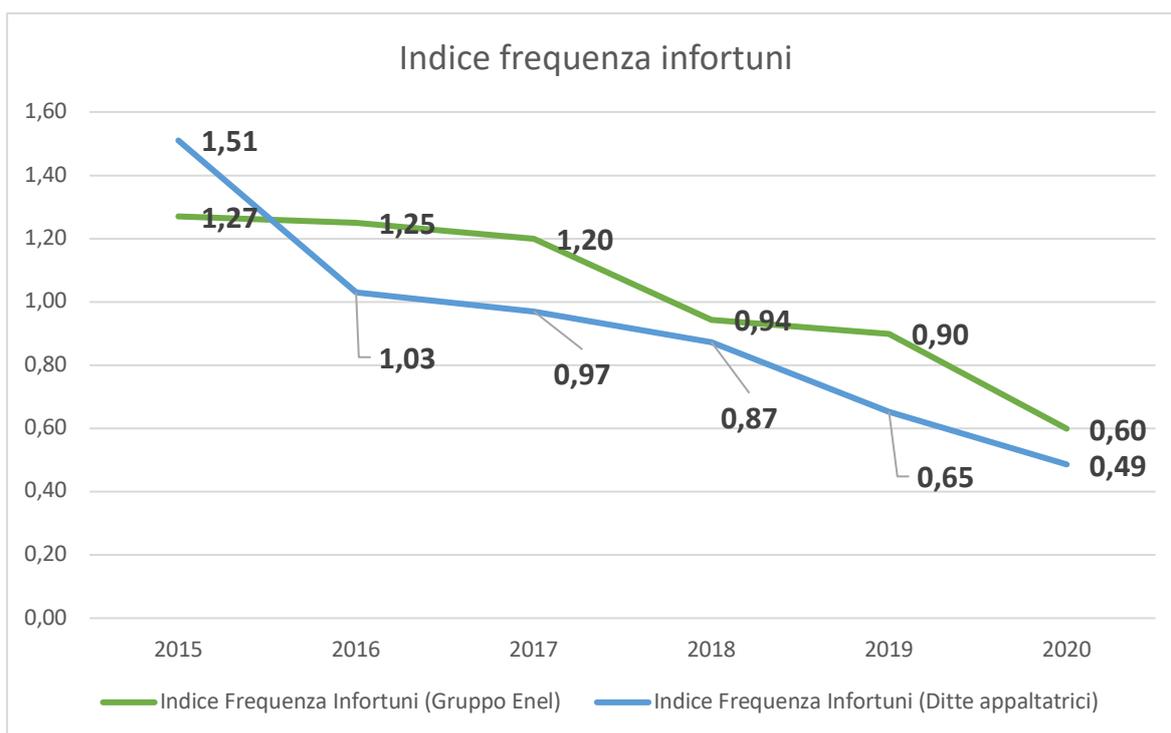
$$\text{Indice frequenza infortuni} = \frac{\text{Numero di infortuni totali}}{\text{ore di lavoro totale}} \times 1.000.000$$

Quindi possiamo affermare che l'indice di frequenza di infortuni può essere considerata anche pari a:

$$\text{Indice frequenza infortuni} = LTIFR \times 5$$

L'andamento del KPI è rappresentato nella Fig. 4.34. Ovviamente L'andamento è uguale al KPI LTIFR in quanto i due differiscono solo per il coefficiente moltiplicativo.

Fig. 4.34: Andamento indice frequenza infortuni



**Fonte:** Elaborazione personale su dati Enel

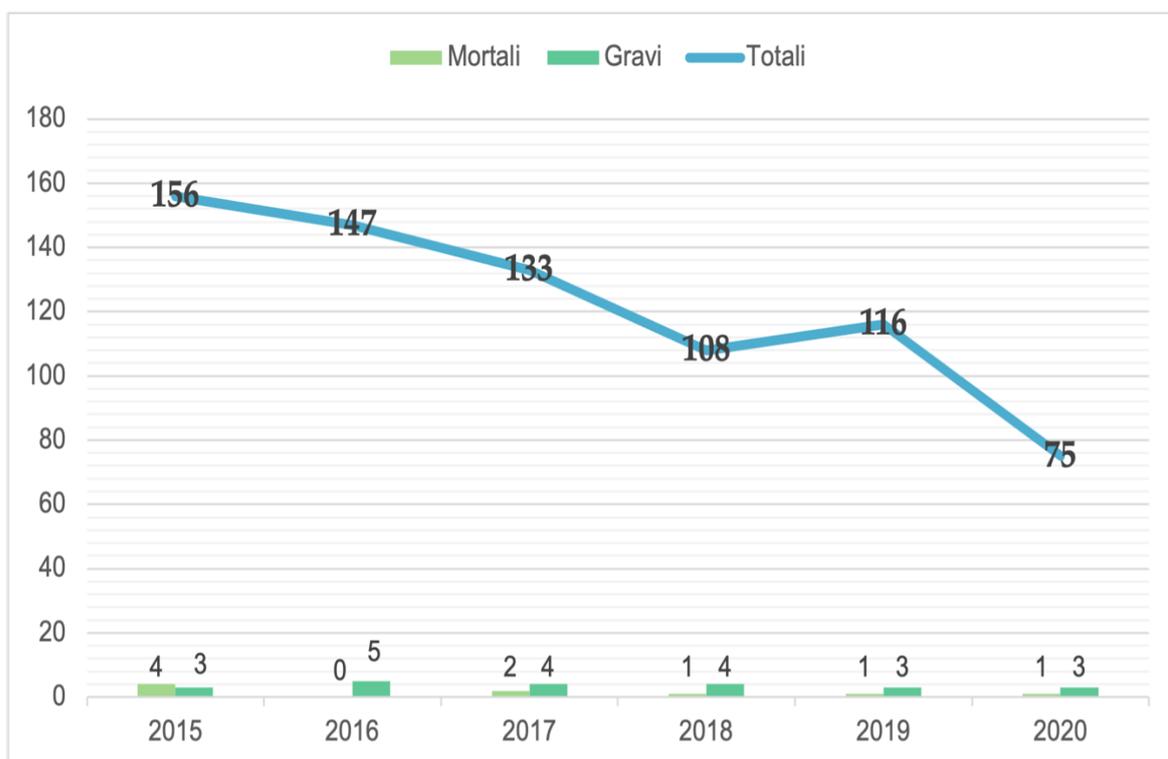
Dai grafici relativi ai KPI si può affermare che nel corso del periodo 2015-2020 si sia registrato un calo del tasso degli infortuni, sia per il Gruppo Enel che per le ditte appaltatrici.

Passando alla totalità degli incidenti, dalla figura 4.19 (sotto) si può notare una diminuzione degli incidenti nel corso del periodo analizzato, con un nuovo aumento nel 2019, seguito da un calo (probabilmente dovuto ad un minor lavoro causa coronavirus) nel 2020, la stessa descrizione può essere associata all'indice di frequenza infortuni.

Inoltre, analizzando i dati a disposizione si può affermare che, per quanto riguarda il gruppo Enel, negli ultimi tre anni si registra un singolo caso di incidente mortale sul lavoro in ogni anno (Nord America nel 2020, Iberia nel 2019 e America Latina nel 2018).

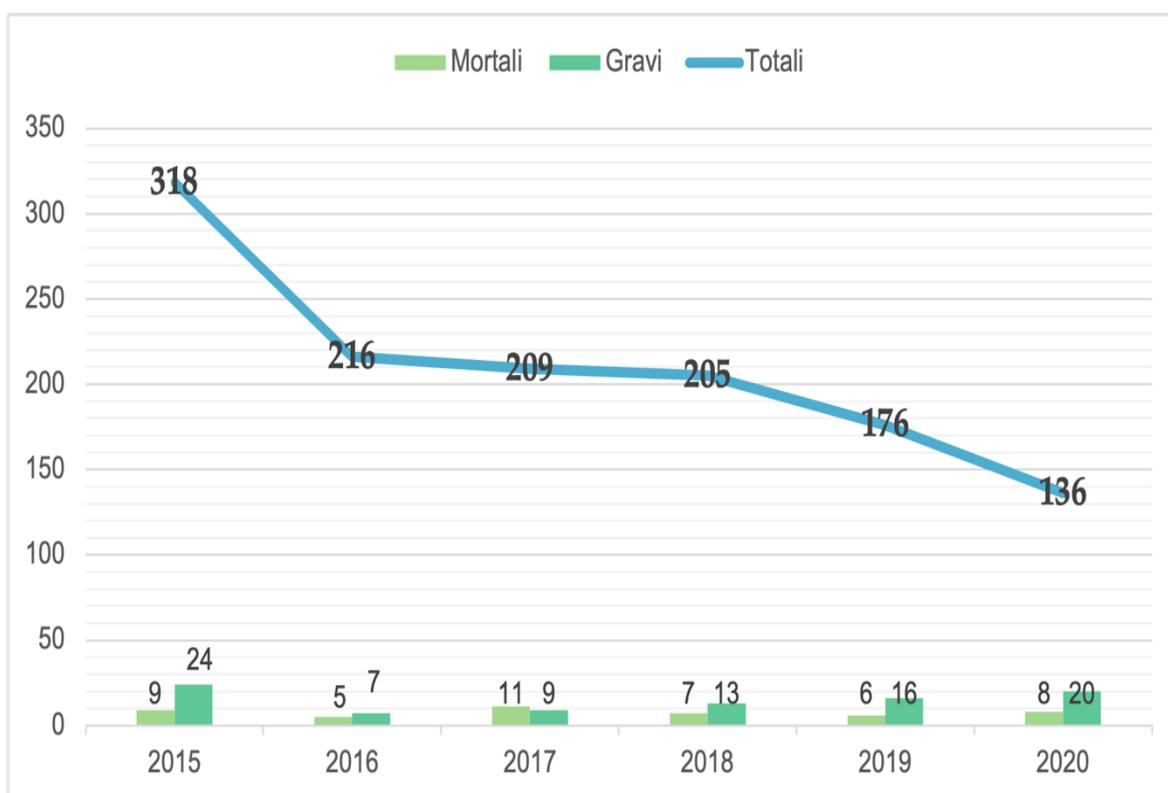
Per quanto riguarda le ditte appaltatrici, le quali rappresentano un numero di dipendenti più elevato rispetto al Gruppo Enel (circa il doppio), i risultati sono peggiori e rappresentati nella Fig. 4.35. dove vengono rappresentati i dati relativi agli incidenti totali (linea blu) di cui vengono specificati numericamente i casi mortali e gravi. Possiamo osservare tale dato anche nella Fig. 4.36 sottostante e relativa al Gruppo Enel.

**Fig. 4.35: Incidenti totali, mortali e gravi del Gruppo Enel**



**Fonte:** Rielaborazione propria su dati Enel

**Fig. 4.36: Incidenti totali, mortali e gravi delle ditte appaltatrici**



**Fonte:** Rielaborazione propria su dati Enel

Come si può osservare le ditte appaltatrici registrano un maggior numero di incidenti mortali e gravi rispetto al Gruppo Enel. Tuttavia, l'andamento delle ditte appaltatrici risulta in diminuzione, seppur gli incidenti gravi e mortali sono aumentati nel 2020. Nella Fig.4.35 riferita al gruppo Enel si può riscontrare un nuovo picco di infortuni nel 2019 (rispetto all'andamento decrescente degli anni precedenti); tuttavia tale valore risulta essere inferiore ai dati riferiti ai primi periodi osservati.

Dopo aver descritto i principali dati S, in particolare i più utili per la trattazione successiva, possiamo passare ad analizzare l'ultimo pilastro dei criteri ESG ovvero il tema della governance.

## 4.5 GOVERNANCE SOLIDA: ASPETTI G IN ENEL

### 4.5.1 introduzione

In questa sezione l'obiettivo è andare a valutare alcuni aspetti di "input" nei temi di governance. In particolare, cercheremo di evidenziare la percentuale di investitori ESG e di integrazione dei criteri ESG (ad esempio numero di riunioni CdA con temi ESG), ma soprattutto cercheremo di capire come, nel corso degli anni, i fattori ESG siano stati collegati alla remunerazione del CEO.

Prima di analizzare i dati, forniamo un breve descrizione del CdA di Enel S.p.A. Enel è una società quotata sul mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana dal 1999. Il proprio CdA svolge un ruolo di coordinamento e strategico per tutto il gruppo. In generale la composizione del board è attualmente formata da 1 amministratore esecutivo, 8 non esecutivi di cui 7 indipendenti come mostrato in Tabella 16.

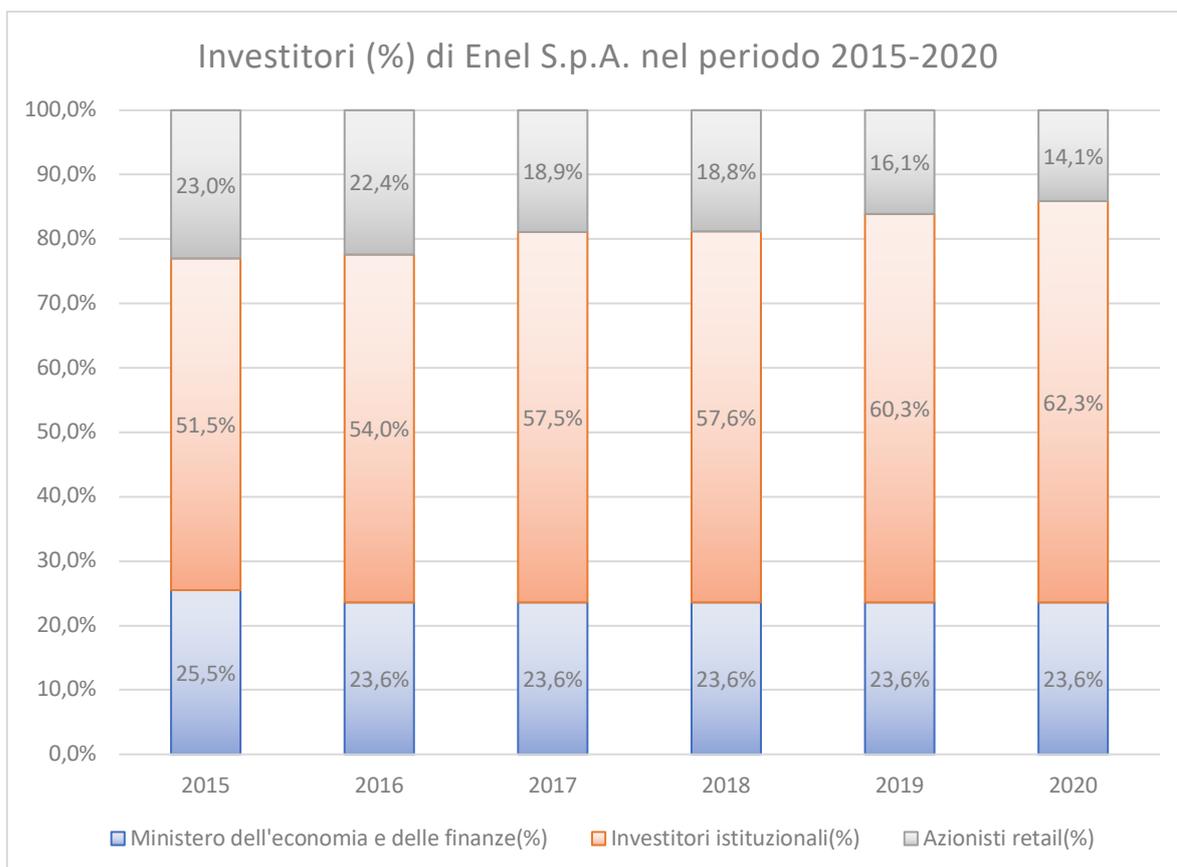
Tabella 16. Corporate Governance Enel S.p.A

Anno	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Membri esecutivi</b>	1	1	1	1	1	1
<b>Membri non esecutivi</b>	8	8	8	8	8	8
<i>Di cui indipendenti</i>	7	7	7	7	7	7
<b>Donne nel CdA</b>	4	3	3	3	3	3
<b>% Donne nel CdA</b>	44,4%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%

Nel corso del periodo analizzato il numero dei membri del CdA è rimasto invariato. Nel 2020, a seguito del cambiamento del CdA, si registra un aumento percentuale di donne all'interno del CdA. Per quanto riguarda i membri indipendenti essi sono pari a 7 in tutti gli anni per cui sono stati raccolti i dati. La composizione del board è spesso soggetta di studio in campo ESG in quanto secondo diversi studi, citati nel capitolo 2, la presenza di amministratori indipendenti e una maggior percentuale

di diversità di genere può favorire l'integrazione della sostenibilità. Tuttavia, il nostro obiettivo, a livello descrittivo, risulta quello di analizzare più nel dettaglio altri aspetti ritenuti da noi "driver" di integrazione. Per prima cosa andiamo ad analizzare la percentuale di azionisti ESG, nei fondi istituzionali che investono in Enel. La loro presenza può sicuramente dar voce al fenomeno descritto al Cap.3 di stakeholder engagement, integrando maggiormente temi ESG nelle scelte aziendali. Nella Fig. 4.37 è rappresentata la percentuale di investitori di Enel S.p.A. nel periodo 2015-2020. Si può notare come dopo la cessione di alcune quote, il Ministero dell'economia e delle finanze rappresenti circa il 23,6 % degli investitori di Enel. La percentuale maggiore di investitori è rappresentata da investitori istituzionali (62,3% nel 2020). Infine, gli investitori retail rappresentano circa il 14,1 % del totale.

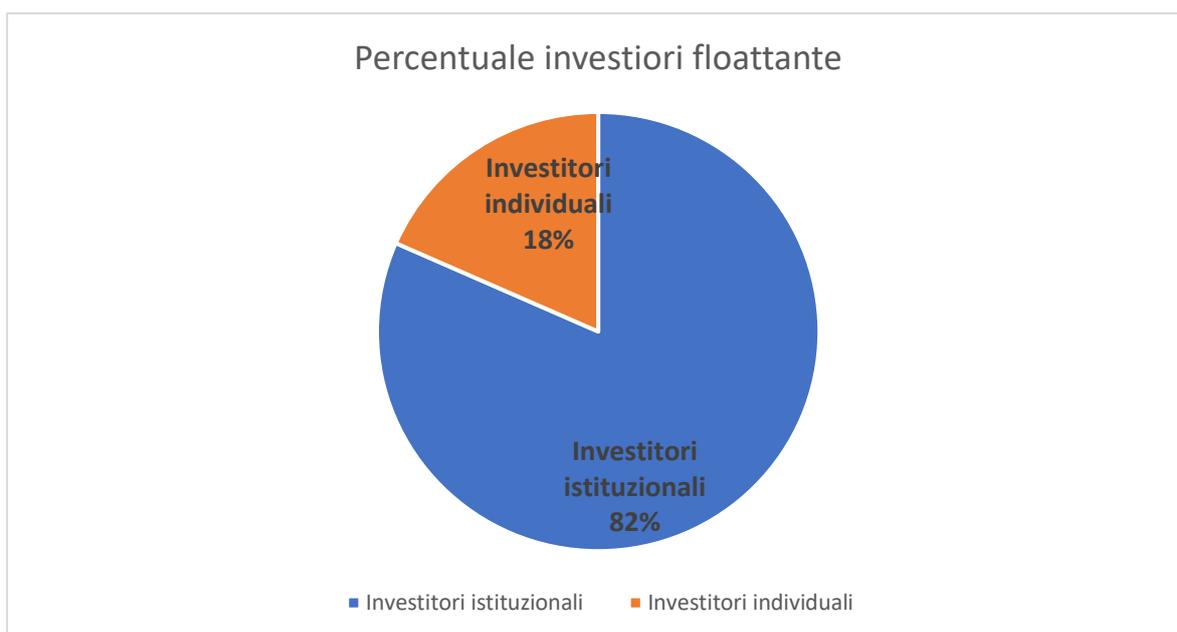
**Fig. 4.37: Investitori di Enel S.p.A nel periodo 2015-2020**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel.

Sicuramente la presenza di investitori istituzionali risulta ancora più importante andando ad analizzare solo il flottante. Nella Fig. 4.22 è rappresentata la percentuale degli investitori (nel 2020) del flottante.

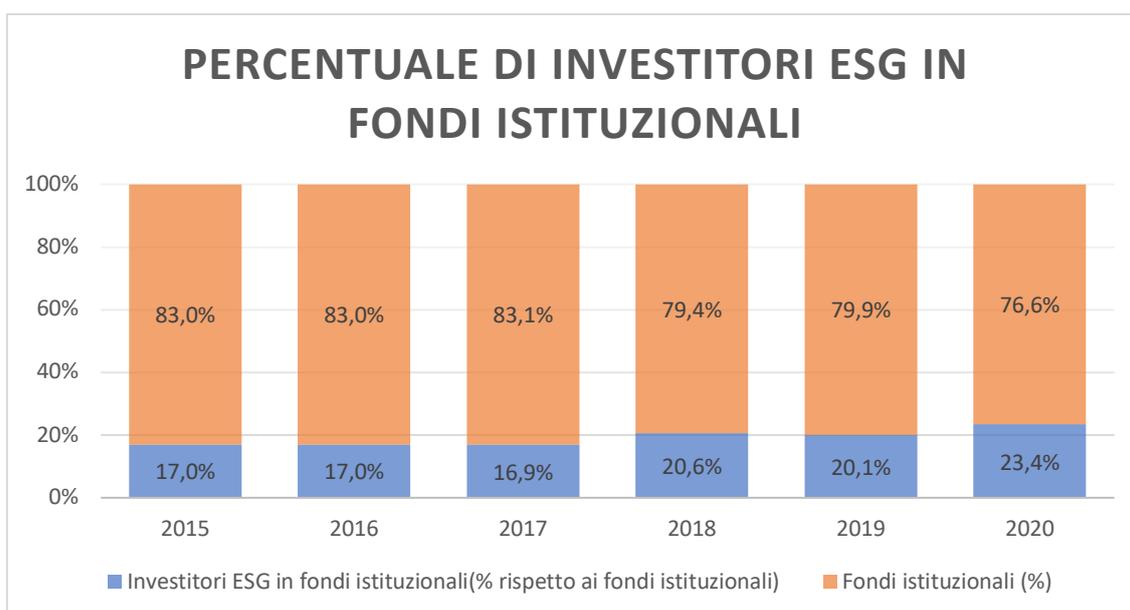
**Fig. 4.38: Percentuale investitori sul flottante**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel.

Escludendo il Ministero dell'Economia e delle finanze, gli investitori istituzionali rappresentano 81,6% del flottante. Risulta interessante andare a vedere, tra gli investitori istituzionali, quale parte di essa sia rappresentante di investitori ESG. Nella Fig. 4.39 è possibile vedere la crescita percentuale della percentuale degli investitori ESG.

**Fig. 4.39: Percentuale di investitori ESG nei fondi istituzionali azionisti di Enel S.p.A.**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel.

Quindi è possibile affermare che nel corso del periodo 2015-2020 la percentuale di investitori ESG di Enel è aumentata. In particolare, le azioni detenute da “fondi ESG”<sup>35</sup> sono 1.482 milioni di azioni su un totale di 10.167 milioni di azioni (dato al 2020). Quindi in generale gli investitori ESG di Enel sono circa il 14,6 % totale e rappresentano il 19,2% del flottante. Sono dati in netta crescita rispetto al 2015 dove gli investitori attenti a politiche sostenibili rappresentavano circa il 7,0% degli investitori (con circa 720 milioni di azioni). Da un lato, il numero di investitori ESG, è pressoché raddoppiato, ma altri dati interessanti, sono rappresentati dal numero di riunioni effettuate in cui si è discusso in merito a strategie ESG<sup>36</sup>.

Per quanto riguarda i meeting effettuati, i risultati raccolti sono rappresentati nella Fig.4.24. Tuttavia, nella figura sono riportati solo i valori relativi al 2018,2019 e 2020, questo perché nel report di sostenibilità fornito da Enel, negli anni precedenti (2015,2016 e 2017) venivano riportate le riunioni effettuate, ma non veniva specificato in maniera puntuale quante avessero come oggetto strategie sostenibili. Più in generale, nei dati 2015-2017, veniva comunque riferita la presenza di argomenti inerenti codice etico e governane in generale, senza dati “puntuali”.

Dalla Fig. 4.40 è possibile notare un numero pressoché simile di riunioni nel 2018 e nel 2019, seppur nel 2019 solo la metà delle riunioni toccava tematiche ESG<sup>37</sup>. Per quanto riguarda il 2020, il CdA ha effettuato un maggior numero di riunioni (16) ed il 75% (25% in più rispetto al 2019) relativo a temi ESG (ambiente e strategie di sostenibilità). È un dato interessante, poiché in un anno molto critico (2020) a livello macroeconomico si riscontra un aumento delle riunioni sostenibili. Questo riteniamo possa essere associato a due principali fattori precedentemente descritti ovvero:

---

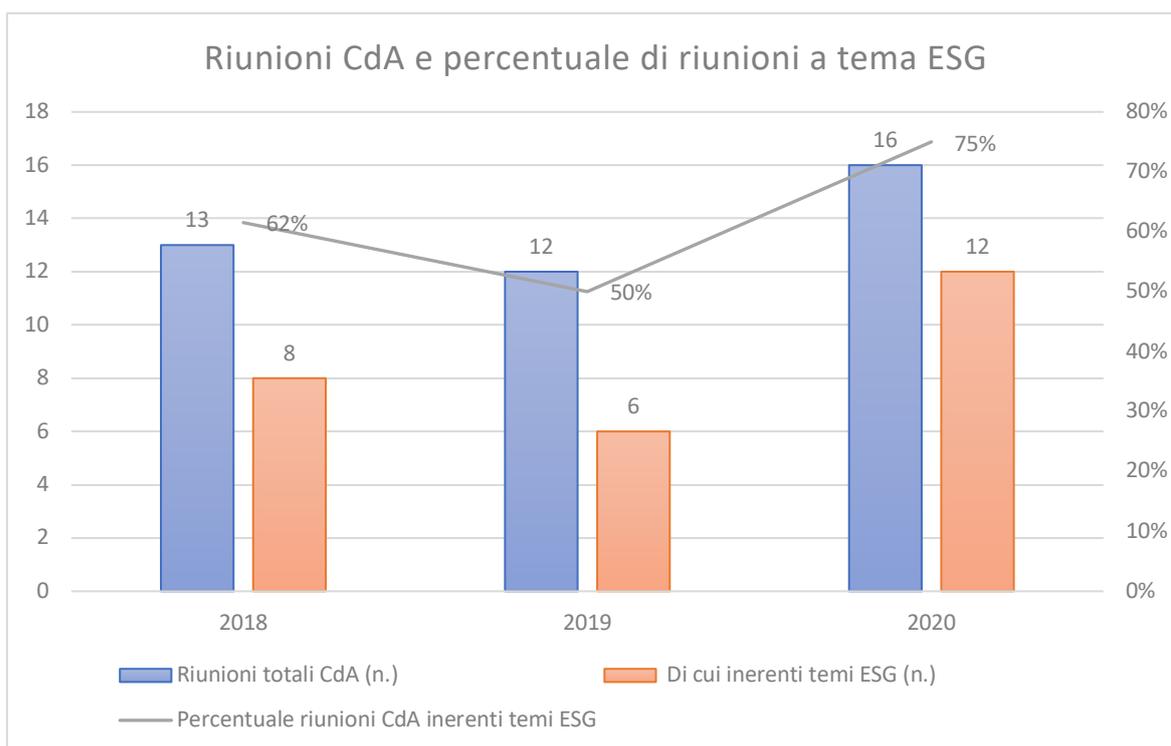
<sup>35</sup> Sul bilancio di sostenibilità di Enel vengono definiti fondi SRI, ed in una successiva definizione vengono descritti come fondi che attuano politiche di investimento secondo i criteri ESG, per questo nella trattazione è stato deciso di definirli puramente ESG.

<sup>36</sup> Sono stati anche consultati i verbali delle Assemblee nel periodo 2015-2020 per individuare eventuali informazioni aggiuntive. In generale gli interventi su fattori sostenibili vertevano maggiormente su problemi ambientali (e legati a comunità locali come la centrale a carbone a La Spezia) e su aspetti legati alla remunerazione dell’AD in tema ESG.

<sup>37</sup> C’è da sottolineare che nel 2019 è stata registrata una diminuzione percentuale di investitori ESG nei fondi istituzionali. In particolare, gli investitori ESG rappresentavano nel 2019 circa il 10,8% del totale rispetto al 14,6% del 2020.

1. L'aumento degli investitori ESG nell'azionariato.
2. Al piano strategico 2020-2022, che mira a migliorare ulteriormente il processo di decarbonizzazione e della digitalizzazione, con obiettivi maggiormente veicolati a processi ESG rispetto al piano 2015-2019.

**Fig. 4.40 Riunioni CdA e percentuale di riunioni a tema ESG**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel

Inoltre, l'aumento di investitori ESG, ha giocato un ruolo fondamentale nel cambio negli incentivi remunerativi del top-management, come possiamo vedere nell'analisi successiva.

#### 4.5.2 Remunerazione AD/DG e Presidente

L'obiettivo di questa ultima parte è quello di verificare un eventuale aumento/decremento dei criteri ESG all'interno delle politiche di remunerazione del Presidente e dell'AD DG (che nel caso di Enel AD e DG corrispondono alla stessa persona). In particolare, cercheremo di delineare l'andamento dei vari obiettivi di performance nel corso del periodo 2015- 2020 (e 2021) per poi andare a delineare

eventuali cambiamenti in politiche di remunerazioni ESG. Nel periodo osservato si può affermare che il compenso del Presidente è legato soltanto ad una componente fissa in quanto non svolge attività esecutive, quindi non è influenzato da componenti incentivanti ESG. Per quanto riguarda l'AD/DG esso riceve una componente fissa (sia per il ruolo di amministratore delegato che per il ruolo di direttore generale), una componente variabile di breve termine, la quale può variare percentualmente rispetto al compenso fisso (sia per AD che per DG). Ed infine una componente variabile di lungo termine, anch'essa legata percentualmente alla componente fissa in base agli obiettivi di performance conseguiti (sia per AD che per DG). Il lavoro seguente è stato condotto in modo da determinare eventuali evidenze (percentuali e di conseguenza monetarie) sul compenso dell'AD/DG legate ad incentivi ESG. Non sono stati approfonditi i compensi dei DRS, ovvero il top management con ruoli strategici, poiché seguivano uno schema (meno severo rispetto all'AD/DG) di compensi simili a quelli trattati nella sezione seguente sull'AD/DG, seppur con una maggior flessibilità percentuale.

In generale sono stati, in primo luogo, valutati gli "obiettivi di performance" oggetto di verifica (annuale in caso di compenso remunerativo variabile di breve termine, e triennale nel caso di compenso remunerativo di lungo termine). In particolare, sono state costruite delle Tabelle, in cui, raccogliendo i dati dalle relazioni sulle remunerazioni degli anni 2015-2021, si sono valutati i cambiamenti ESG negli obiettivi di performance, sia sul lungo che sul breve periodo. In dettaglio si è valutato il cambiamento percentuale dei "pesi" degli obiettivi di performance ESG sul totale (di incentivo a breve e a lungo). Dopodiché si sono creati tre principali scenari per valutare l'effettivo cambiamento sul compenso totale dell'AD/DG. Tali scenari sono definiti come: **minimo** (nel caso in cui nessun obiettivo di performance fosse raggiunto, in tale scenario l'unico compenso dell'AD/DG è quello fisso), **target** (in cui tutti gli obiettivi di performance fossero raggiunti a livello target<sup>38</sup>) e **massimo** (in cui tutti gli obiettivi di performance raggiungessero livelli "over"<sup>39</sup> superando il valore target). Ora procederemo iniziando dagli obiettivi di performance, ed il loro cambiamento % nel corso degli anni analizzati.

---

<sup>38</sup> Pari al valore imposto dalla strategia.

<sup>39</sup> Tutti i valori over sono stati valutati secondo le scale di performance presenti sulle documentazioni Enel.

Tabella 17: Obbiettivi di performance nel periodo 2015-2021

Obbiettivi di performance della componente di remunerazione di breve termine							
Obiettivo di performance	Peso (%) 2015	Peso (%) 2016	Peso (%) 2017	Peso (%) 2018	Peso (%) 2019	Peso (%) 2020	Peso (%) 2021
FFO/ IFN <sup>40</sup>	40%	40%	30%	30%	30%	15%	15%
EBITDA ordinario consolidato	30%	30%	-	-	-	-	-
Cash Cost consolidato	20%	20%	20%	20%	-	-	-
Salute e sicurezza sul lavoro <sup>41</sup>	10%	10%	10%	10%	10%	15%	15%
Utile netto ordinario <sup>42</sup>	-	-	40%	40%	40%	35%	35%
Opex Group <sup>43</sup>	-	-	-	-	20%	20%	20%
Emergenza Covid-19	-	-	-	-	-	15%	-
Customer satisfaction (SAIDI)	-	-	-	-	-	-	15%
<b>Peso Totale ESG</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>

Possiamo quindi affermare che nel periodo 2015-2021, gli obiettivi legati alla componente variabile di breve termine della remunerazione dell'AD/DG hanno subito un notevole cambiamento in ottica ESG. In generale, possiamo dividere tale

<sup>40</sup> Rapporto Flusso di cassa da attività operative e indebitamento finanziario netto

<sup>41</sup> Riduzione indice di infortuni sul lavoro (Gruppo Enel e ditte appaltatrici)

<sup>42</sup> A partire dal 2017 entra a far parte degli obiettivi di performance della componente di breve termine, in sostituzione dell'EBITDA ordinario.

<sup>43</sup> A partire dal 2019, sostituisce il Cash cost consolidato, in quanto viene valutato come miglior indicatore di efficienza operativa rispetto al Cash cost.

cambiamento in due periodi: *pre e post COVID-19*. Infatti, la gestione della pandemia, è stata considerata un criterio ESG, in quanto strettamente connessa con politiche di resilienza aziendale e capacità di gestione del personale in un periodo di emergenza. Inoltre, dal 2021 si può notare la sostituzione dell'obiettivo legato al COVID-19 con un ulteriore indice ESG ovvero il SAIDI. Tale KPI misura la soddisfazione dei clienti in termini di tempi medi di interruzione di corrente elettrica (riferito ad utenti a bassa tensione). In generale dal 2015 al 2021, si è registrato un incremento, sul totale della remunerazione variabile di breve termine del 20%. Per quanto riguarda la remunerazione di lungo termine possiamo osservare la Tabella sottostante.

**Tabella 18: Obiettivi di performance nel periodo 2015-2021**

<b>Obiettivi di performance della componente di remunerazione di lungo termine</b>							
<b>Obiettivo di performance</b>	<b>Peso (%) 2015</b>	<b>Peso (%) 2016</b>	<b>Peso (%) 2017</b>	<b>Peso (%) 2018</b>	<b>Peso (%) 2019</b>	<b>Peso (%) 2020</b>	<b>Peso (%) 2021</b>
<b>TSR</b>	60%	60%	60%	50%	50%	50%	50%
<b>ROACE</b>	40%	40%	40%	40%	40%	25%	25%
<b>Capacità installata netta consolidata da fonti rinnovabili / Capacità installata netta consolidata totale</b>	-	-	-	-	-	15%	10%
<b>Emissioni Scope 1 Gruppo Enel</b>	-	-	-	10%	10%	10%	10%
<b>Percentuale di donne nei piani di successione manageriale</b>	-	-	-	-	-	-	5%
<b>Peso Totale ESG</b>	0%	0%	0%	10%	10%	25%	25%

Anche nel caso della componente di remunerazione legata al lungo periodo si possono individuare degli importanti cambiamenti. In particolare, la politica di remunerazione fino al 2017 non prevedeva compensi direttamente imputabili a temi ESG. A partire dal 2018 è possibile notare una percentuale pari al 10 % legata alle emissioni di  $CO_2$  attribuibili alle attività di produzione energetica del gruppo. Successivamente, a partire dal 2020, la percentuale di compenso variabile di lungo termine attribuibile a criteri ESG è ulteriormente aumentato introducendo un KPI legato alla capacità rinnovabile installata, e quindi direttamente imputabile ad ottiche di decarbonizzazione, oltretutto già collegate anche al Sustainable-linked bond del 2019. Infine, nel 2021, si registra un ulteriore passo in tema ESG (senza modificare la percentuale, sempre pari al 25% del totale) è rappresentato da un criterio "S", il quale ha l'obiettivo di aumentare la percentuale di donne nei ruoli manageriali. Inoltre, ci sembra rilevante descrivere brevemente gli altri due obiettivi presenti in tabella ovvero:

- **TSR**<sup>44</sup> (Total shareholder return) medio rispetto ai principali competitors. Negli anni successivi al 2015, tale indice non è più valutato rispetto ai singoli competitors, ma in base all'andamento dell'indice EUROSTOXX Utilities.
- **ROACE** (Return on Average Capital Employed) calcolato come rapporto tra EBIT ordinario e capitale investito netto medio<sup>45</sup>.

Possiamo quindi affermare che per quanto riguarda la componente variabile di lungo termine essa ha subito un aumento percentuale (sul totale) del 25%. I dati ottenuti sono anche dovuti all'aumento degli investitori istituzionali ESG, i quali risultano essere sempre più critici su tali aspetti. Tale affermazione è stata confermata dalla lettura dei piani di remunerazione consultati. Risulta quindi evidente come, oltre che essere presente nella strategia ESG, tali temi siano sempre più legati all'incentivo dell'AD (ed in generale dei top manager con competenze strategiche). Risulta ora curioso riprendere la Fig. 4. 14 (all'inizio del capitolo), osservando che effettivamente a partire dal 2018 (anno in cui è stato introdotto l'obiettivo di performance di lungo termine) le emissioni di  $CO_2$  hanno subito un

---

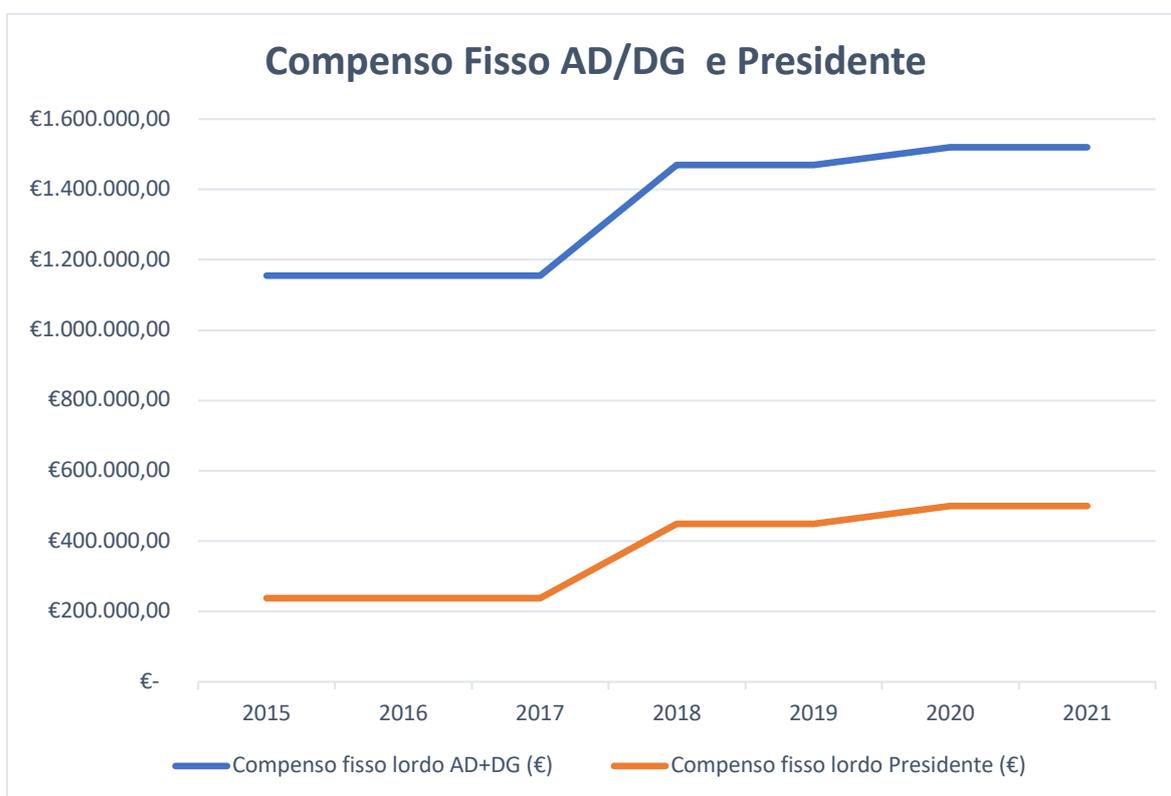
<sup>44</sup> il TSR rappresenta il ritorno totale per l'azionista, valutando in un certo periodo di tempo l'incremento del prezzo del titolo (ad esempio gennaio 2015- dicembre 2017) ed i dividendi versati.

<sup>45</sup> Il CIN medio, è calcolato come media tra CIN iniziale e finale del periodo di riferimento. Ad esempio, nel periodo 2015-2017 esso è pari a  $(CIN\ 2015 + CIN\ 2017) / 2$ .

netto calo, probabilmente anche in merito della politica di remunerazione adottata (oltre che dai piani strategici).

Nel corso del tempo, non solo sono cambiati gli obiettivi di performance, ma anche le percentuali massime e di target delle componenti di breve e lungo termine rispetto al compenso fisso. Infatti, le due componenti variabili si calcolano percentualmente rispetto alla parte fissa, la quale nel corso del periodo analizzato è variata, come si evince dalla Fig. 4.41

**Fig. 4.41: Compenso Fisso AD/DG e presidente**



**Fonte:** Rielaborazione personale su dati Enel

C'è da sottolineare che, nel caso del Gruppo Enel AD e DG sono rappresentati dalla stessa persona, per questo il compenso fisso risulta essere molto più alto del presidente. Infatti, nel compenso AD/DG possiamo vedere due voci di remunerazione fissa, la prima riferita alla carica di Amministratore delegato e l'altra legata alla carica di direttore generale. Nel corso degli anni sono stati fatti degli "aggiustamenti" a tale componente fissa, posizionando i valori leggermente sopra il terzo quartile rispetto ai competitors e in generale le altre Utilities europee<sup>46</sup>. Come

<sup>46</sup> Fonte: Relazione sulla remunerazione 2018

detto in precedenza, il valore del compenso fisso risulta di notevole importanza, poiché da un lato rappresenta il minimo guadagno garantito, dall'altro (per L'AD/DG) rappresenta il termine di base che verrà moltiplicato percentualmente (in base ai risultati ottenuti) per ottenere le componenti variabili di breve e lungo termine. Ora nella Tabella, andremo a vedere come nel tempo tali percentuali sono variate. Inoltre, sono state riportate le scale di performance (soglia, target e over). Tali scale di performance sono riferite ad ogni obiettivo (sia di lungo che di breve termine). Il "benchmark" di riferimento è rappresentato dal valore strategico, al quale si può (entro certi termini) sotto-performare, o over-performare. In base al risultato ottenuto si può ricevere un valore che va da 0 fino ad una percentuale massima rispetto alla componente fissa<sup>47</sup>. Nella seguente Tabella sono riportati i valori di minimo, target e massimo (non sono stati considerati i valori soglia per il breve termine e di Over 1 per il lungo termine)<sup>48</sup> relativi ai tre possibili scenari individuati, che ricordiamo brevemente essere:

**1.Minimo:** nessun obiettivo viene raggiunto (peggior caso possibile, in questo caso il compenso dell'AD/DG sarà pari soltanto alla componente fissa)

**2.Target:** tutti gli obiettivi vengono raggiunti ad un livello target (L'AD/DG è in linea con tutti gli obiettivi strategici ed in generale con tutti i KPI di performance).

**3.Massimo:** Tutti gli obiettivi vengono raggiunti ad un livello over (miglior caso possibile).

In dettaglio, per quanto riguarda la remunerazione variabile di breve termine essa varia da

1. Tra lo 0% ed il 120% della componente fissa nel periodo 2015-2019.
2. Tra lo 0% ed il 150% della componente nel periodo 2020-2021.<sup>49</sup>

Nelle tabelle seguenti andremo a calcolare i valori (monetari) in base agli scenari descritti, utilizzando come "compenso base" il compenso fisso presente sulle

---

<sup>47</sup> Rispettando i criteri utilizzati dal Gruppo Enel.

<sup>48</sup> In quanto riteniamo siano "confusionari" nei termini dell'analisi condotta, che ha come fine quello di capire come sono variati i compensi di lungo e breve termine percentualmente (in generale) senza vedere scenario intermedio (soglia e Over 1). I calcoli sono stati fatti sia in base alla percentuale massima e minima, che seguendo le scale di performance (presentate come interpolazioni lineari) presenti sui piani di remunerazione consultati.

<sup>49</sup> Dati raccolti dalle relazioni sulle remunerazioni 2015-2021.

relazioni sulla remunerazione nel corso degli anni analizzati. Inoltre, tutti i valori sono stati moltiplicati per le percentuali target e over riferite ad ogni anno di riferimento, e reperite sul medesimo documento.

È possibile riassumere gli scenari evidenziati nella tabella seguente:

**Tabella 19: Scenari minimo, target, massimo degli obiettivi di breve termine legati alla componente variabile di breve della remunerazione dell'AD/DG di Enel nel periodo 2015-2021.**

Percentuale (minima, target e massima) della componente di breve termine rispetto alla componente fissa			
	Minimo	Target <sup>50</sup>	Massimo <sup>51</sup>
2015	0 <sup>52</sup> €	1.155.000€ <sup>53</sup>	1.386.000€ <sup>54</sup>
2016	0€	1.155.000€	1.386.000€
2017	0€	1.155.000€	1.386.000€
2018	0€	1.470.000€	1.764.000€
2019	0€	1.470.000€	1.764.000€
2020	0€	1.520.000€	2.280.000€ <sup>55</sup>
2021	0€	1.520.000€	2.280.000€

Seguendo lo stesso procedimento, indicando gli scenari di minimo-target-massimo, per gli obiettivi di performance legati alla remunerazione variabile di lungo

<sup>50</sup> Scenario in cui tutti i target hanno raggiunto il valore target

<sup>51</sup> Scenario in cui tutti i target hanno over- performato i valori a budget.

<sup>52</sup> Nessun obiettivo ha raggiunto il target, l'incentivo variabile è pari a 0 €.

<sup>53</sup> Nel caso target il valore erogato è pari al 100% della componente fissa.

<sup>54</sup> Pari al 120% della componente fissa.

<sup>55</sup> Pari al 150% della componente fissa.

periodo possiamo osservare i risultati nella Tabella 14. Risulta opportuno indicare che la percentuale di componente fissa nella determinazione della componente variabile di lungo termine varia nel corso degli anni nel seguente modo:

1. Tra lo 0% ed il 144% della componente fissa nel periodo 2015-2017.
2. Tra lo 0% ed il 280% della componente fissa nel periodo 2018-2021.

**Tabella 20: Scenari minimo, target, massimo degli obiettivi di breve termine legati alla componente variabile di lungo della remunerazione dell'AD/DG di Enel nel periodo 2015-2021.**

Percentuale (minima, target e massima) della componente di lungo termine rispetto alla componente fissa			
	Minimo	Target <sup>56</sup>	Massimo <sup>57</sup>
2015	0 €	924.000 € <sup>58</sup>	1.663.200 € <sup>59</sup>
2016	0 €	924.000 €	1.663.200 €
2017	0 €	924.000€	1.663.200€
2018	0 €	1.470.000€	4.116.000 € <sup>60</sup>
2019	0 €	1.470.000€	4.116.000 €
2020	0 €	1.976.000 € <sup>61</sup>	4.256.000 €
2021	0 €	1.976.000 €	4.256.000 €

<sup>56</sup> Scenario in cui tutti i target hanno raggiunto il valore target

<sup>57</sup> Scenario in cui tutti i target hanno over- performato i valori a budget.

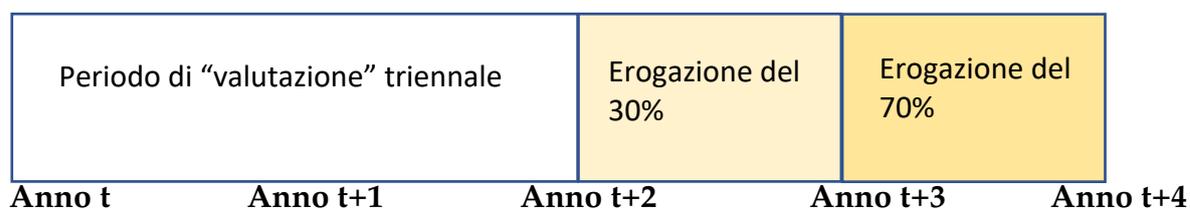
<sup>58</sup> In questo caso il valore massimo varia da 0-144%, tuttavia se tutti gli obiettivi raggiungono i valori target valutando la scala di performance (presentata con interpolazione lineare sul documento Enel) tale valore risulta essere pari all'80% del compenso base)

<sup>59</sup> Valore pari al 144% della componente fissa.

<sup>60</sup> Valore pari al 280% della componente fissa.

<sup>61</sup> A partire dal 2020 in caso di raggiungimento del target, la componente erogata risulta essere pari al 130%.

In questo caso risulta anche interessante approfondire brevemente il modo in cui il compenso variabile di lungo termine viene erogato. Esso si basa su obiettivi triennali, alla fine del periodo se essi soddisfano almeno gli obiettivi target sono erogati per il 30% l'anno successivo al periodo d'analisi (triennio) ed il restante 70% due anni dopo il periodo d'analisi. Per completezza riportiamo uno schema sintetico di tale remunerazione<sup>62</sup>:



Dove, nel caso in analisi,  $t = 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021$ .

Quindi prendendo come esempio il 2020, i KPI relativi ai piani di remunerazione variabile di lungo termine saranno verificati nel 2023, se essi risulteranno essere (almeno per un obiettivo) pari al livello a budget, avverrà nel 2024 l'erogazione del 30 % di tale cifra, e nel 2025 l'erogazione del restante 70%.

Risulta importante sottolineare, che a partire dal 2019 la remunerazione variabile di lungo termine è composta da base monetaria ed azionaria (fino al 2018 c'era solo la componente monetaria). In particolare, la remunerazione segue il seguente schema:

- 1) Fino al 100% (raggiungimento target) il compenso viene erogato tramite azioni<sup>63</sup>.
- 2) Dal 101-280% su base monetaria.

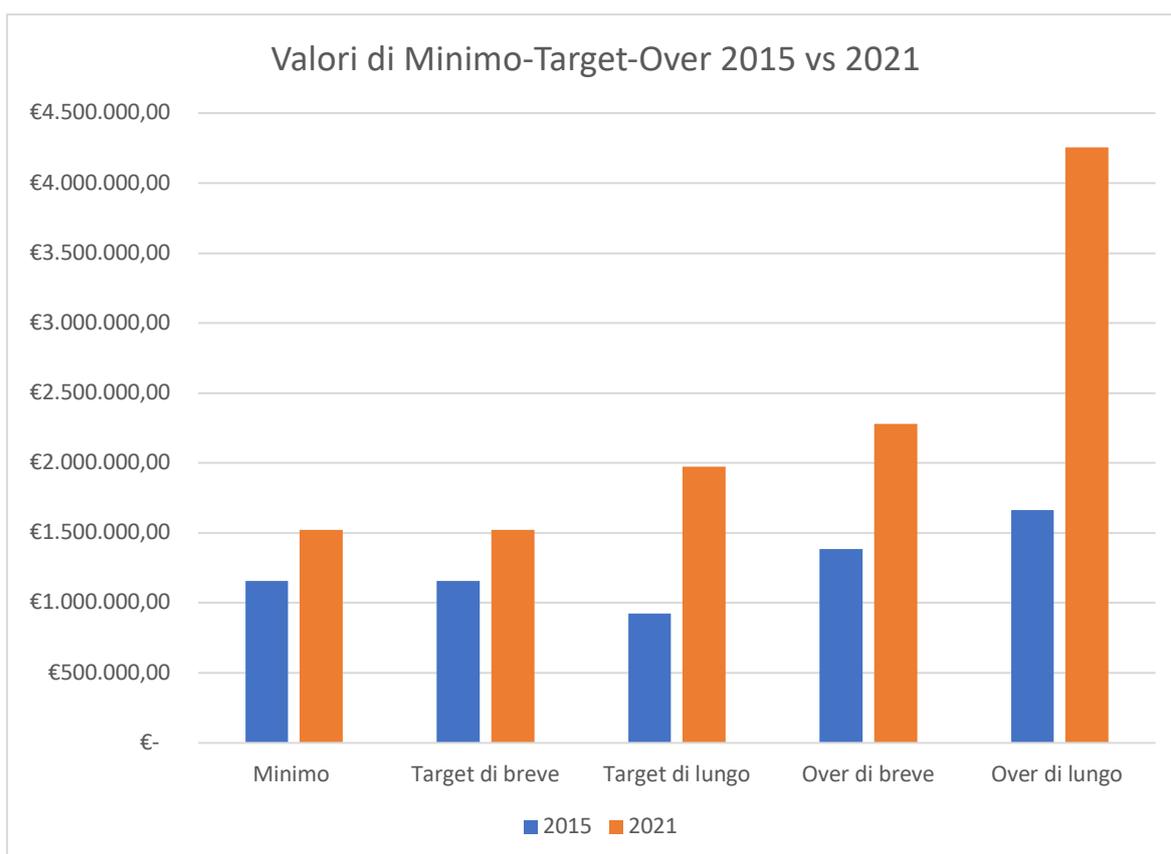
Tornando alle Tabelle, la prima osservazione che si può individuare è relativa alla percentuale di remunerazione di breve e lungo periodo nel tempo. Infatti, come si

<sup>62</sup> Per quanto riguarda la remunerazione variabile di breve termine, tale compenso viene erogato ogni esercizio, dopo aver valutato verificato il raggiungimento o meno degli obiettivi di performance.

<sup>63</sup> Il valore dell'azione è pari alla media del valore che tale azione ha nei tre mesi precedenti all'attuazione del piano.

può osservare nel corso del tempo la percentuale (sia target che massima) legata al lungo periodo è via via aumentata rispetto alla remunerazione variabile di breve termine. In particolare, nella Fig. 4.42 abbiamo riportato la differenza degli scenari minimo-target-massimo ad inizio periodo osservato (2015) e fine (2021). Risulta interessante notare come, rispetto al 2015, nel 2021 i valori di remunerazione variabile riferita al lungo termine rappresentino una percentuale maggiore del compenso, sia in termini target che massimo. C'è da sottolineare che nei primi tre anni osservati il valore target era suddiviso in: quota fissa (36%) + quota di breve (36%) + quota di lungo termine (24%). Lo stesso risultato nel 2021 viene suddiviso in: quota fissa (30%) + quota variabile breve (30%) + quota variabile di lungo termine (+40%). In generale l'aumento percentuale è ancor più marcato (come si evince da tabelle e Fig. 4.42) nel caso in cui l'AD/DG riuscisse ad ottenere over-performance.

**Fig.4 .42 variazione 2015 vs 2021 valori di minimo-target-massimo**



**Fonte:** rielaborazione personale su dati Enel

Questo risultato, unito all'aumento percentuale di fattori ESG nei compensi variabili dell'AD/DG risultano essere di notevole importanza. Infatti, anche l'aumento

percentuale di remunerazione legata al lungo termine rappresenta indirettamente il “concetto” ESG, in quanto lega la creazione di valore, e più in generale i risultati del top management ad obiettivi con orizzonti di lungo periodo, che, come visto in particolar modo nel Capitolo 1, rappresentano la definizione cardine di creazione di valore sostenibile. Dopo aver evidenziato i due aspetti principali legati alla remunerazione dell’AD/DG, l’ultimo passo risulta essere quello di unire i due risultati per valutare numericamente come sia variato il compenso legato a fattori ESG. Per far questo (sempre in base ai 3 scenari evidenziati) viene calcolata il “compenso ESG” come:

$$\mathbf{Compenso\ ESG}_{s,t}(AD + DG)$$

$$\begin{aligned} &= \text{Peso \% criteri ESG relativi alla remunerazione variabile di breve termine} \\ &\times \text{Remunerazione variabile di breve termine} \\ &+ \text{Peso \% criteri ESG relativi alla remunerazione variabile di lungo termine} \\ &\times \text{Remunerazione variabile di lungo termine} \end{aligned}$$

Dove:

*s* rappresenta lo scenario possibile: Target e Massimo

(non è stato valutato lo scenario minimo in quanto esso è pari al compenso fisso, ed inoltre non è influenzato da criteri ESG<sup>64</sup>).

*t* rappresenta l’anno che nel caso in analisi potrà essere pari a 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 e 2021.

I risultati sono riportati in Tabella 21.

---

<sup>64</sup> Nel corso dell’analisi precedente è stato utilizzato, più per valutare l’andamento della componente fissa, la quale influenzava sia la componente variabile di lungo che di breve. Quindi riteniamo che, nell’analisi precedente, essa potesse essere utile, mentre in questa analisi non verrà tenuto conto di tale scenario, seppur in generale il compenso fisso sarà un termine utilizzato ovviamente nel compenso cumulato.

**Tabella 21: Componente di remunerazione ESG nello scenario target**

Compenso ESG in base allo scenario target nel periodo 2015-2020					
Compenso s, t	Target di Breve	Target di lungo	Totale	% di compenso ESG sul compenso totale <sup>65</sup>	% di compenso ESG sul target <sup>66</sup>
Compenso target,2015	115.000€	0€	115.000 €	3,57 %	5,56%
Compenso target,2016	115.000€	0€	115.000€	3,57%	5,56%
Compenso target,2017	115.000€	0€	115.000€	3,57%	5,56%
Compenso target,2018	147.000€	147.000€	294.000€	6,66%	10,00%
Compenso target,2019	147.000€	147.000€	294.000€	6,66%	10,00%
Compenso target,2020	456.000€	494.000€	950.000€	18,93%	27,17%
Compenso target,2021	456.000€	494.000€	950.000€	18,93%	27,17%

<sup>65</sup> Viene quindi calcolato, nello scenario in cui L'AD/DG, sia riuscito a raggiungere il livello target dell'obiettivo di performance ESG, la percentuale sul totale dello stipendio nello scenario target compresa la componente minima (fissa), ovvero: Componente fissa + target di breve + target di lungo. Lo stesso procedimento sarà effettuato nella prossima tabella con i valori massimi.

<sup>66</sup> Viene quindi calcolato, nello scenario in cui L'AD/DG, sia riuscito a raggiungere il livello target dell'obiettivo di performance ESG, la percentuale sul totale dello stipendio nello scenario target (solo sull'incentivo), ovvero: target di breve + target di lungo. Senza tener conto della componente fissa, che in ogni caso verrà erogata.

Calcolo analogo si può effettuare per lo scenario “massimo” calcolato nella Tabella seguente:

**Tabella 22: Componente remunerazione ESG nello scenario massimo**

Compenso ESG in base allo scenario massimo nel periodo 2015-2020					
Compenso s,t	Target di Breve	Target di lungo	Totale	% di compenso ESG sul compenso totale <sup>67</sup>	% di compenso ESG sul massimo <sup>68</sup>
Compenso massimo,2015	138.600€	0€	138.600 €	<b>3,29 %</b>	<b>4,55%</b>
Compenso massimo,2016	138.600€	0€	138.600€	<b>3,29%</b>	<b>4,55%</b>
Compenso massimo,2017	138.600€	0€	138.600€	<b>3,29%</b>	<b>4,55%</b>
Compenso massimo,2018	176.400€	411.600€	588.000€	<b>8,00%</b>	<b>10,00%</b>
Compenso massimo,2019	176.400€	411.600€	588.000€	<b>8,00%</b>	<b>10,00%</b>
Compenso massimo,2020	684.000€	1.064.000€	1.748.000€	<b>21,69%</b>	<b>26,74%</b>
Compenso massimo,2021	684.000€	1.064.000€	1.748.000€	<b>21,69%</b>	<b>26,74%</b>

<sup>67</sup> Compenso fisso + compenso remunerazione variabile di breve termine nel caso massimo + compenso di remunerazione di lungo termine nel caso massimo.

<sup>68</sup> Anche in questo caso si tiene conto solo della somma totale di incentivo di breve massimo + incentivo di lungo massimo.

Possiamo quindi affermare che, in base ai due scenari ipotizzati, il fattore ESG sia nel tempo diventato un fattore impattante sulla remunerazione dell'AD/DG. Nel primo scenario (tutti gli obiettivi hanno raggiunto il target) il peso dell'ESG passa dal 3,57% del 2015 al 18,93% del 2021 sul compenso totale. Il medesimo risultato passa dal rappresentare il 5,56% del compenso variabile (senza considerare il compenso fisso) a rappresentarne il 27,17% nel 2021. L'ascesa dei criteri ESG nelle remunerazioni dell'AD/DG è ancora più evidenziata dallo scenario "massimo"<sup>69</sup> (tutti gli obiettivi hanno raggiunto il livello over), dove inizialmente il peso percentuale risulta essere molto basso (3,29%) per poi rappresentare più di un quinto del compenso totale nel 2021(1.748.000€).

In particolare, nello scenario "massimo" la percentuale ESG sul compenso variabile (senza considerare il compenso fisso) passa da rappresentare il 4,55% a rappresentarne il 26,74%. Si può quindi affermare che, in base ai due scenari ipotizzati, l'impatto dei fattori ESG sulla remunerazione dell'AD/DG sia aumentato notevolmente, rappresentando una percentuale sempre più elevata del compenso totale e variabile. Questo è un risultato importante, in quanto riteniamo che l'integrazione dei criteri ESG nelle remunerazioni sia un driver fondamentale per l'attuazione ed il raggiungimento di tali obiettivi. Possiamo quindi affermare che nel caso Enel oltre a notare un aumento del fattore E ed un miglioramento di alcuni fattori S, si può notare, nel fattore G, oltre ad un aumento degli investitori "ESG oriented", una percentuale sempre più elevata di criteri ESG nell'incentivazione manageriale, allineando così creazione di valore "sostenibile" e incentivo del top management. In particolare, nell'aspetto relativo alle remunerazioni si è visto un collegamento tra i vari pilastri ESG. Riassumendo, valutando il compenso dell'AD/DG di Enel nel periodo 2015-2021, si è osservato sia un aumento percentuale della componente di remunerazione variabile di breve e lungo periodo legata a criteri ESG, sia un legame sempre maggiore del compenso totale legato a criteri di lungo periodo, legando la "creazione di valore manageriale" a visioni di lungo periodo.

---

<sup>69</sup> Colonna 4, che considera anche la componente fissa nel calcolo della percentuale.



## Conclusioni

Il presente studio è nato con l'intento di valutare come, ed in che misura i criteri ESG possano integrati nelle attività aziendali, le quali, in quest'ottica, mirano alla diminuzione delle esternalità negative, senza intaccare il profitto e le performance aziendali.

Si è partiti dalla definizione di due visioni: shareholder e stakeholder theory, inizialmente separate, per poi arrivare ad un graduale avvicinamento dovuto all'incremento degli strumenti e delle tecnologie innovative. Si è osservato come in diversi studi presenti nella letteratura ci siano aspetti che evidenziano un effettivo vantaggio nell'adozione di tali politiche, sia da un punto di vista di brand reputation, sia dal punto di vista delle performance aziendale.

Inoltre, la finanza sostenibile, le pratiche di stakeholder engagement e l'utilizzo di strumenti come le obbligazioni "sostenibili" stanno giocando un ruolo fondamentale, con l'obiettivo di allineare politiche aziendali e giusta transizione delle aziende. Tuttavia, come visto negli studi citati, il rischio di greenwashing e la mancanza di una standardizzazione minano tali pratiche, rallentando, e a volte mettendo in dubbio il mondo della finanza sostenibile ed in generale l'efficacia e la rilevanza dei criteri ESG, generando confusione sia agli investitori che ai manager, sempre più attenti a tali pratiche.

Il seguente elaborato, nella modalità in cui è stato costruito, si pone l'obiettivo di delineare la crescita dei criteri ESG sottolineandone pregi, difetti ma soprattutto dimostrando, che non si parli solo di etica o "moda" ma viceversa, di un vero e proprio modello di business in grado di generare valore sostenibile. In quest'ottica è importante evidenziare il ruolo dell'innovazione, in grado di creare nuovi strumenti che, oltre a ridurre i rischi sia aziendali che globali (esternalità), sono in grado di aumentare l'efficienza operativa e diminuire i costi operativi. Riteniamo sia importante sottolineare che, l'obiettivo di tali criteri non è rappresentato dalla mera presenza di due Bilanci (finanziario ed extra-finanziario) separati, ma bensì dall'unione di tali dati, al fine di massimizzare da un lato la creazione di valore sostenibile (per impresa e stakeholder) e dall'altro la creazione di valore per gli stakeholder. A tal punto riteniamo che, per quanto riguarda gli stakeholder, il

beneficio non sia sempre monetario, ma relativo ad un miglioramento della qualità di vita e di aspetti legati a pratiche di lavoro più flessibili.

In definitiva riteniamo che ci si trova di fronte ad un vero e proprio cambiamento, nella quale diversi attori stiano giocando ruoli fondamentali, ma allo stesso tempo ci siano ancora “regole” da definire in modo più puntuale.

Nel corso dell’elaborato ci siamo posti domande relative all’effettiva efficacia di tali criteri, ed abbiamo deciso di analizzare un caso specifico, ovvero il caso del Gruppo Enel. Più in dettaglio abbiamo voluto valutare tutti gli aspetti citati nei capitoli precedenti, per valutare se effettivamente, un’impresa con un’elevata reputazione sostenibile, avesse, nel corso del tempo modificato la propria strategia in ottica ESG. Tale studio ha indagato appositamente su tutti e tre gli aspetti ESG, per valutarne sia l’applicazione che gli eventuali benefici economici. Inoltre, risulta interessante sottolineare come, all’interno delle scelte ci sia un’interazione tra strategie aziendali e priorità degli stakeholder. Riteniamo che l’aumento del dividendo sia una buona risposta alle domande del capitolo 1, ed inoltre un buon metodo per creare un rapporto di lungo periodo tra azionisti ed azienda. Inoltre, valutando le strategie aziendali si è notato un effettivo aumento delle politiche ESG, le quali hanno sicuramente facilitato il rapporto con i diversi portatori d’interesse. Tuttavia, riteniamo che il distacco tra stakeholder e shareholder theory non possa essere del tutto “superato”, ma sicuramente esso possa essere visto in una nuova ottica dove, seppure l’impresa abbia come obiettivo strategico finale la creazione del valore dell’azionista, essa riesca a creare valore anche ad altri attori, migliorando allo stesso tempo le proprie performance.

Più in generale, anche grazie al caso studiato, possiamo ritenere che l’effettiva applicazione dei criteri ESG possa giocare un ruolo positivo sia per l’impresa che per gli attori legati ad essa. Tuttavia, risulta fondamentale l’intervento esterno (dei governi) al fine di migliorare rapidamente, con l’ampliamento ed eventuali azioni correttive, la Tassonomia, al fine di non minare i passi conseguiti fino ad oggi.

Riteniamo che il lavoro svolto possa essere utilizzato come linea guida, nella valutazione degli aspetti ESG (in generale), ed inoltre il caso finale possa essere un buon metodo per valutare il “grado di integrazione” degli aspetti ESG, considerando tra essi anche l’aumento del compenso variabile legato a politiche ambientali, sociali e di buona governance, oltre ai vari aspetti ESG nei valori economico-finanziari aziendali. Sottolineando la difficoltà iniziale nel delineare i

KPI più rilevanti nei vari aspetti ESG, i quali cambiano in base alla strategia aziendale ed al settore di riferimento.

# Bibliografia

1. A.A. Berle, 1931, "Corporate Powers as Powers in Trust", Harvard Law Review, 44, pp. 1049.
2. A. A. Berle, G. C. Means, 1932, The Modern Corporation and Private Property, pp. 311-312.
3. Acquier, Aurélien & Gond, Jean-Pascal & Pasquero, Jean. (2011). Rediscovering Howard R. Bowen's Legacy: The Unachieved Agenda and Continuing Relevance of Social Responsibilities of the Businessman. Business & Society 50 (4). 607-646.
4. Atan, Ruhaya & Alam, Md. Mahmudul & Said, Jamaliah & Zamri, Mohamed. (2018). The Impacts of Environmental, Social, and Governance Factors on Firm Performance: Panel Study on Malaysian Companies. Management of Environmental Quality An International Journal. 29. 182-194
5. A. ZATTONI, 2006, Corporate governance, Collana Management, Egea, vol. 10, pp. 146-147
6. Baumfield, V. (2016). Stakeholder theory from a management perspective: Bridging the shareholder/stakeholder divide. Australian Journal of Corporate Law, 31(1), 187-207
7. Birindelli, Dell'Atti, Iannuzzi e Savioli 2018, Composition and Activity of the Board of Directors: Impact on ESG Performance in the Banking System, mdpi volume 10, issue 12, 2-15.
8. Boffo, R., and R. Patalano (2020), "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges", OECD Paris.
9. Bowen H. R. (1953), Social Responsibilities of the Businessman, Harper & Brothers, pp. 6
10. Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate social performance. Academy of Management Review, 4, 497-505.

11. Carroll, A.B. ,2006, Carroll's pyramid of CSR: taking another look. *Int J Corporate Soc Responsibility* 1(3), 2-8.
12. Carrol, A.B, 2016, The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organization stakeholder, *Business Horizons*, 34 (4), 39.48.
13. David Grayson, Zhouying Jin, Mark Lemon, Miguel Angel Rodriguez, Sarah Slaughter, Simon Tay. 2008, *A New Mindset for Corporate Responsibility*.
14. E. Merrick Dodd,1932, "For Whom Are Corporate Managers Trustees", *Harvard Law Review*, 45, p. 1148-1149.
15. Emilio D'orazio, 2009, notizie di *POLITEIA*, XXV, 93, pp.205-220.
16. Emilio D'Orazio,2006, notizie di *POLITEIA*, XXII, 82, pp. 40-59.
17. Enzo di Giulio,2007, *Enciclopedia degli idrocarburi, economia, diritto politica degli idrocarburi, volume 4*, 225-237.
18. Eun-Hee Kim and Thomas P. Lyon, 2015, Greenwash vs. Brownwash: Exaggeration and Undue Modesty in Corporate Sustainability Disclosure, *Organization science*, 26 (3), 705-723.
19. Florian Berg, Julian F. Koelbel, and Roberto Rigobon ,2019, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, *MIT Sloan School* 5822-19, 1-20.
20. Freeman, R.E. (1994), "The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions", *Business Ethics Quarterly*, 4, 409-421.
21. Friedman M. (1970), *The Social Responsibility of Businnes is to Make Profits*, New York review, ristampato in Hoffman W. M., Frederick R. E. (1995) (a cura di) *Business ethics*. Mc-Graw Hill.
22. Friedman, M., (1962), *Capitalism and Freedom*, University of Chicago Press, Chicago.
23. F. ZARRI (2009), *Corporate Social Responsibility: Un concetto in evoluzione, Impronta etica*. 1-35.

24. Garriga, E., & Mele D. (2004). Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory. *Journal of Business Ethics*, 53(1), 51-71
25. Guido Giese, Linda-Eling Lee, Dimitris Melas, Zoltan Nagy, and Laura Nishikawa., 2019, Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, *Journal of Portfolio Management*”, Vol. 45, No. 5.
26. H.Jeff Smith, 2003, the shareholders vs. stakeholders Debate, mit sloan management review, Vol44, No.4, pag 85-89
27. Hahn, T., Figge, F., Pinkse, J. et al., 2018, A Paradox Perspective on Corporate Sustainability: Descriptive, Instrumental, and Normative Aspects. *J Bus Ethics* **148**, 235–248.
28. Hao Liang, Lin Sun, and Melvyn Teo, 2020, Greenwashing: Evidence from Hedge Funds, 1-16.
29. Jensen, M. (2001), “Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, no. 3, pp. 8-21
30. John, K., e L. Senbet, 1998, "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance* 22, 371-403
31. Jonathan Neilan, Peter Reilly, and Glenn Fitzpatrick, 2020, Time to Rethink the S in ESG.
31. Lee Siew Peng and Mansor Isa, 2020 ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG) PRACTICES AND PERFORMANCE IN SHARIAH FIRMS: AGENCY OR STAKEHOLDER THEORY? , *AAMJAF*, Vol. 16, No. 1, 1–34.
32. Loock, Moritz, and Diane M. Phillips 2020. "A Firm’s Financial Reputation vs. Sustainability Reputation: Do Consumers Really Care?" *Sustainability* 12, no. 24, 2-15.
33. Madasu, Pardhasaradhi. (2019). Submission for *Sruti Management Reeviw Journal*.

34. Maria Salome Correira, 2019, Sustainability: An Overview of the Triple Bottom Line and Sustainability Implementation, January 2019, International Journal of Strategic Engineering 2(1):29-38
35. Maté Fain, 2020, Evaluating the relationship between corporate profitability and ESG performance with GMM-IV method, Economy and Finance, Vol. 7 iss. 4, evaluating, 455-470.
36. Max B. E. Clarkson., 1995, "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance." The Academy of Management Review, vol. 20, no. 1, pp. 92–117
37. Moro Visconti 2020, ESG Capital And the Corporate Finance Paradigm shift: From father profit to mother nature? 2-34
38. Morris G. Danielson, Jean L. Heck, and David R. Shaffer Shareholder Theory – How Opponents and Proponents Both Get It Wrong.
39. Natale Massimo Caminiti ,2006, La Motta, ENEA, Energia, ambiente e innovazione, 1, 15-23.
40. Ok, Youngkyung, and Jungmu Kim. 2019. "Which Corporate Social Responsibility Performance Affects the Cost of Equity? Evidence from Korea" Sustainability 11, no. 10, 2-10.
41. Ould Daoud Ellili, Nejla. 2020. "Environmental, Social, and Governance Disclosure, Ownership Structure and Cost of Capital: Evidence from the UAE" Sustainability 12, no. 18, 2-21.
42. Park, Jeong hwan; Noh, Jung Hee (2018) : Relationship between climate change risk and cost of capital, Global Business & Finance Review (GBFR), People & Global Business Association (P&GBA), Seoul, Vol. 23, Iss. 2, 66-81,
43. Perrini F. (2013), Management. Economia e gestione delle imprese, Egea, Milano.
44. Porter, Michael E., and Mark R. Kramer, 2002." The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy", Harvard Business Review 80, no. 12, 56–69

45. Przychodzen, Justyna, Fernando Gómez-Bezares, Wojciech Przychodzen, and Mikel Larreina. 2016. "ESG Issues among Fund Managers—Factors and Motives" *Sustainability* 8, no. 10, 2-13.
46. R. Edward Freeman, Sergiy Dmytriyev 2017, *Corporate Social Responsibility and Stakeholder Theory: Learning From Each Other, Emerging Issues in Management*, n. 1, 2017, 7-13
47. Rainer Masera 2006, *Creazione Di Valore Per Gli Shareholders E Gli Stakeholders: Una Fondazione Analitica Dei Principali Indicatori Di Valore, Moneta e credito*, vol.59, n.256, 333-361
48. Rake, Michael & Grayson, David. (2009). Embedding corporate responsibility and sustainability – everybody's business. *Corporate Governance*. 9(4). 395-399
49. Ronald K. Mitchell, Bradley R. Agle, Donna J. Wood 1997, *Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts*, *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 4, pp. 853-886.
50. Ruiz-Blanco, Silvia, Silvia Romero and Belen Fernandez-Feijoo.2021, "Green, blue or black, but washing—What company characteristics determine greenwashing?" *Environment, Development and Sustainability*, 1 – 22.
51. Sacco, Pier Luigi; Viviani, Michele (2006) *La Responsabilità Sociale d'Impresa prospettive teoriche nel dibattito italiano*, pp 42.
52. Satish Joshi, Yue li, 2016, *What Is Corporate Sustainability and How Do Firms Practice It? A Management Accounting Research Perspective*, *ournal of Management Accounting Research* 28 (2): 1–11.
53. Shleifer, A. and R.Vishy,1997,"A survey of corporate Governance", *Journal of finance*,52,737-783.
54. Smith, H.J., 2003, "The Shareholders vs. Stakeholders Debate," *MIT Sloan Management Review* 44 (No. 4), 85– 90

55. Sternberg, E. (2004). *Corporate governance: Accountability in the marketplace*, 2nd Edition, The Institute of Economic Affairs, London, UK, 126-151.
56. Tarmuji, Indarawati & Maelah, Ruhanita & Tarmuji, Nor. (2016). The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score. *International Journal of Trade, Journal of Trade, Economics and Finance*, Vol. 7, No. 3, 67-74.
57. Vezér, Martin & Wennerström, Martin. (2020). The state of pay: executive remuneration & ESG metrics. *ESG Spotlight – No. 26*, 3-5.
58. Yasser Eliwa, Ahmed Aboud, Ahmed Saleh, 2021, ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries, *Critical Perspectives on Accounting*, Volume 79, 1-3.
59. ZAMAGNI, S. (2006), "Responsabilità sociale delle imprese e democratic stakeholding", Università di Bologna sede di Forlì, Working Paper, no. 28, 2-12.
60. Ziolo, Magdalena & Filipiak, Beata & Ak, Iwona & Cheba, Katarzyna & Țîrcă, Diana-Mihaela & Novo-Corti, M Isabel. (2019). Finance, Sustainability and Negative Externalities. An Overview of the European Context. *Sustainability*. 11(15). 1-35

## Sitografia:

### **Libro verde Commissione Europea:**

[https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com\(2001\)366\\_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com(2001)366_it.pdf)

### **Codice di Corporate Governance:**

<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

### **Governo societario OCSE:**

<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34622654.pdf>

### **Treccani def. Mano invisibile:**

<https://www.treccani.it/nciclopedia/ricerca/adam-smith-mano-invisibile/>

### **Istat:**

[https://www.istat.it/it/files//2020/05/SDGs\\_2020.pdf](https://www.istat.it/it/files//2020/05/SDGs_2020.pdf)

### **Definizione rischio climatico BCE:**

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.it.pdf>

### **Direttiva ESG (2014/95/UE):**

[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:240601\\_2](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM:240601_2)

### **Matrice di materialità Snam:**

[https://www.snam.it/it/sostenibilita/impegni\\_snam/analisi\\_di\\_materialita.html](https://www.snam.it/it/sostenibilita/impegni_snam/analisi_di_materialita.html)

### **Rischio climatico:**

[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_The\\_Global\\_Risks\\_Report\\_2021.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_Global_Risks_Report_2021.pdf)

### **Decisione Europea 2013:**

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32013D1386&from=EN>

### **Cambiamenti climatici camera:**

<https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1104844.pdf> ,

### **Quote ETS:**

<https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/priorities/cambiamento-climatico/20170213STO62208/inquinamento-la-riforma-del-sistema-di-scambio-delle-quote-di-emissione>

[https://ec.europa.eu/clima/eu-action/eu-emissions-trading-system-eu-ets\\_it](https://ec.europa.eu/clima/eu-action/eu-emissions-trading-system-eu-ets_it)

### **Protocollo di Kyoto:**

<https://www.isprambiente.gov.it/it/servizi/registro-italiano-emission-trading/contesto/protocollo-di-kyoto>

### **Green Deal Europa:**

[https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal\\_en](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal/delivering-european-green-deal_en)

### **Patto climatico:**

[https://ec.europa.eu/clima/eu-action/european-green-deal/european-climate-pact\\_it](https://ec.europa.eu/clima/eu-action/european-green-deal/european-climate-pact_it)

### **InvestEU:**

[https://europa.eu/investeu/home\\_en](https://europa.eu/investeu/home_en)

### **Piano investimenti Europa sostenibile:**

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0021&rid=2>

### **Economia circolare:**

<https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/economy/20151201STO05603/economia-circolare-definizione-importanza-e-vantaggi>

### **Aspetti "S":**

<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/28/time-to-rethink-the-s-in-esg/>

[https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/ofc/approfondimenti/2021/05/14/se-il-gender-e-equality-i-profitti-salgono\\_d8f28655-2111-4346-9cb4-7b1af51d3c56.html](https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/ofc/approfondimenti/2021/05/14/se-il-gender-e-equality-i-profitti-salgono_d8f28655-2111-4346-9cb4-7b1af51d3c56.html)

<https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/what-is-the-s-in-esg>

### **Borsa italiana, metodo DCF:**

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

### **Sole 24 ore:**

<https://www.ilsole24ore.com/art/obiettivo-credito-green-sfida-banche-finanza-sostenibile-AEypp1B>

### **Direttive EBA:**

<https://www.eba.europa.eu/financial-innovation-and-fintech/sustainable-finance>

### **Bloomberg crescita fondi:**

<https://www.bloomberg.com/professional/blog/esg-assets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/>

### **Strategie d'investimento ESG:**

<https://www.efama.org/sites/default/files/files/Market%20Insights%20Issue3%20ESG%20strategies%20%281%29.pdf>

[https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/05/eurosif-sri-study\\_low-res-v1.1.pdf](https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2014/05/eurosif-sri-study_low-res-v1.1.pdf)

<https://www.unpri.org/an-introduction-to-responsible-investment/an-introduction-to-responsible-investment-screening/5834.article>

[http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2015/06/Manuale\\_Engagement\\_su\\_temi\\_di\\_sostenibilita\\_sito\\_web.pdf](http://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2015/06/Manuale_Engagement_su_temi_di_sostenibilita_sito_web.pdf)

[https://www.msci.com/documents/1296102/1362201/MSCI\\_ESGLeaders\\_Factsheet-May-2018.pdf/6d0c8724-105c-60d0-7c57-67a09ba0a3ce](https://www.msci.com/documents/1296102/1362201/MSCI_ESGLeaders_Factsheet-May-2018.pdf/6d0c8724-105c-60d0-7c57-67a09ba0a3ce)

### **Linee guida green e social bond ed esempio Enel:**

<https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/>

<https://www.enel.com/investors/investing/sustainable-finance/sustainability-linked-finance>

### **Intervista ex CIO BlackRock (Fancy):**

<https://medium.com/@sosofancy/the-secret-diary-of-a-sustainable-investor-part-1-70b6987fa139>

<https://medium.com/@sosofancy/the-secret-diary-of-a-sustainable-investor-part-2-831a25cb642d>

<https://medium.com/@sosofancy/the-secret-diary-of-a-sustainable-investor-part-3-3c238cb0dcbf>

### **Action Plan e Tassonomia:**

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/il-piano-di-azione-per-la-finanza-sostenibile>

[https://ec.europa.eu/info/publications/annual-activity-report-2018-financial-stability-financial-services-and-capital-markets-union\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/annual-activity-report-2018-financial-stability-financial-services-and-capital-markets-union_en)

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=RO>

[https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2020/04/Presentazione\\_Tassonomia.pdf](https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2020/04/Presentazione_Tassonomia.pdf)

### **Bilancio di sostenibilità Enel**

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2015/bilancio-di-sostenibilita\\_2015.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2015/bilancio-di-sostenibilita_2015.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2016/bilancio-di-sostenibilita\\_2016.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2016/bilancio-di-sostenibilita_2016.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2017/bilancio-di-sostenibilita\\_2017.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2017/bilancio-di-sostenibilita_2017.pdf)

<https://corporate.enel.it/content/dam/enel-it/azienda/documenti/bilancio-di-sostenibilita-2018.pdf>

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2019/bilancio-sostenibilita\\_2019.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2019/bilancio-sostenibilita_2019.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2020/bilancio-sostenibilita\\_2020.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2020/bilancio-sostenibilita_2020.pdf)

### **Relazione finanziaria annuale Enel**

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2015/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale\\_2015.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2015/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale_2015.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2016/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale\\_2016.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2016/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale_2016.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2017/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale\\_2017.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2017/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale_2017.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2018/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale\\_2018.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2018/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale_2018.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2019/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale\\_2019.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2019/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale_2019.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2020/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale\\_2020.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2020/annuali/it/relazione-finanziaria-annuale_2020.pdf)

## **Relazione semestrale Enel**

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2021/interim/it/relazione-finanziaria-semestrale\\_30giugno2021.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/informazioni-finanziarie/2021/interim/it/relazione-finanziaria-semestrale_30giugno2021.pdf)

## **Relazioni sulla remunerazione**

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione\\_2015.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione_2015.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione\\_2016.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione_2016.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione\\_2017.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione_2017.pdf)

[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione\\_2018.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione_2018.pdf)

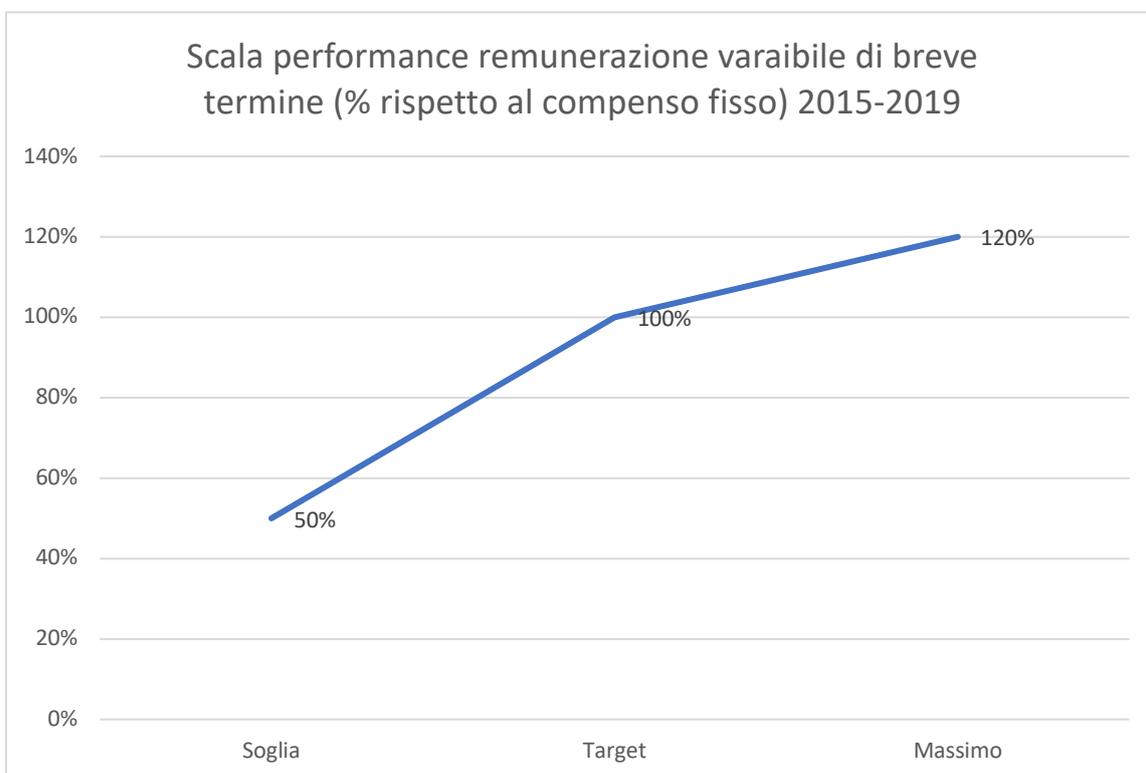
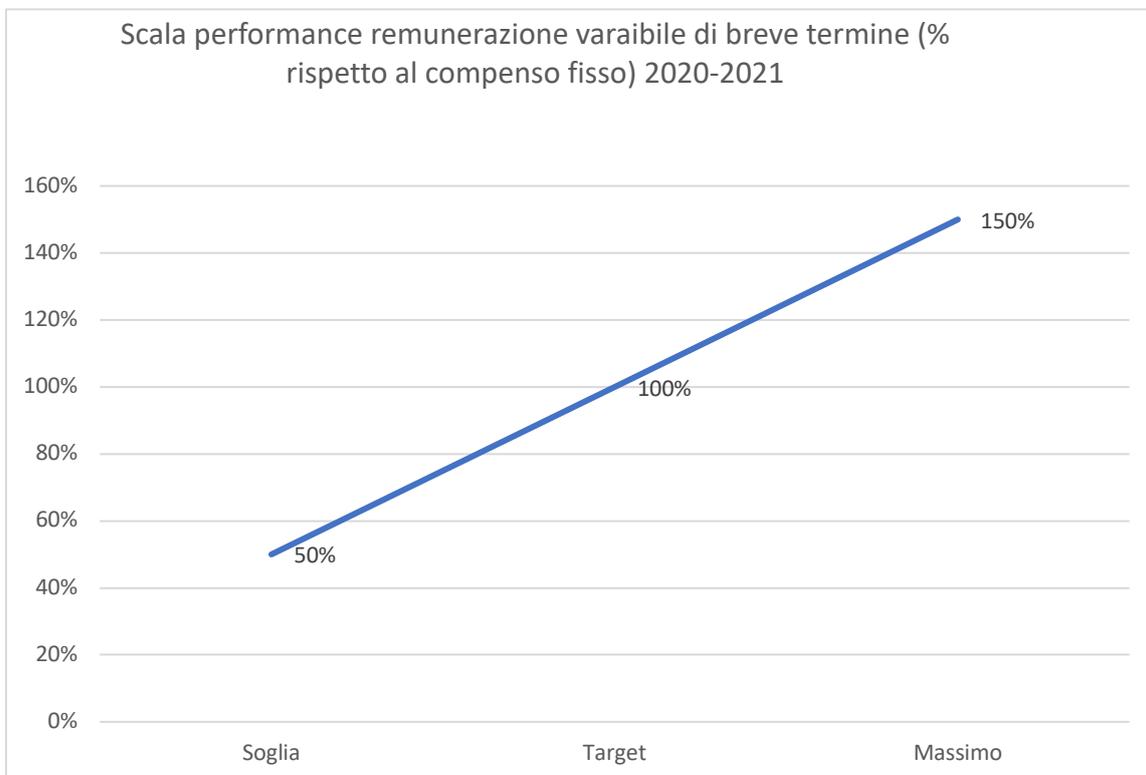
[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione\\_2019.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione_2019.pdf)

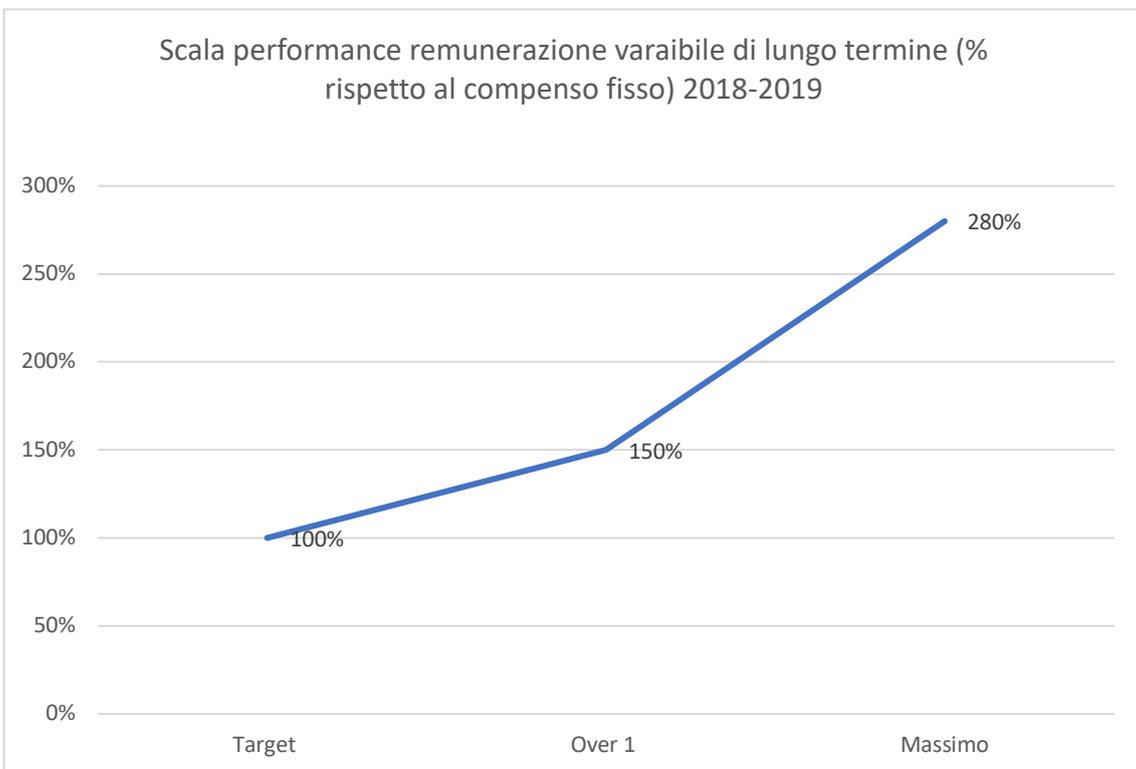
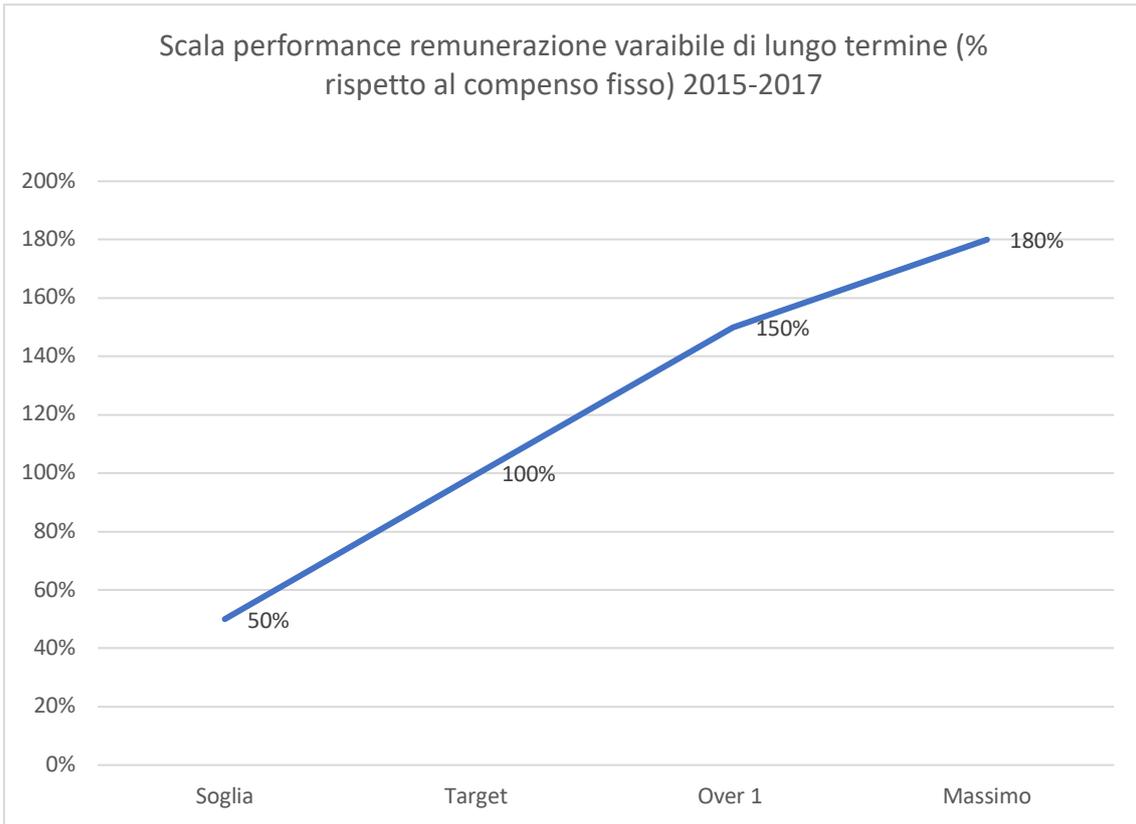
[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione\\_2020.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione_2020.pdf)

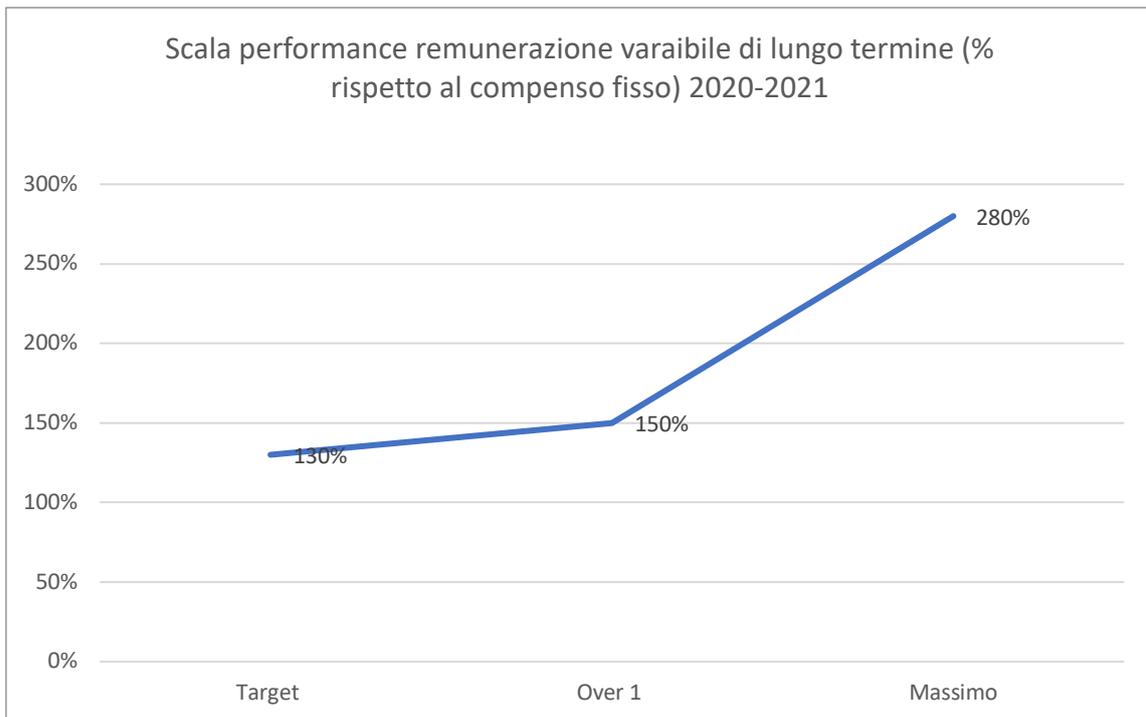
[https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione\\_2021.pdf](https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione_2021.pdf)

# Allegati

## Scale di performance periodo 2015-2021

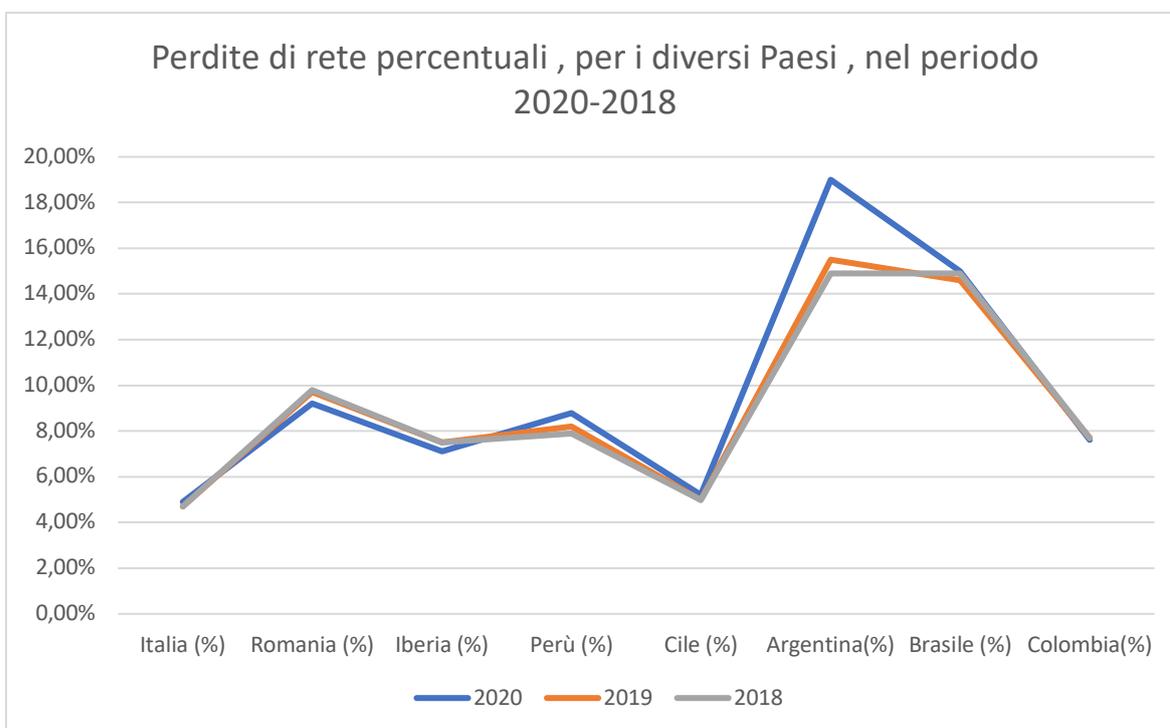
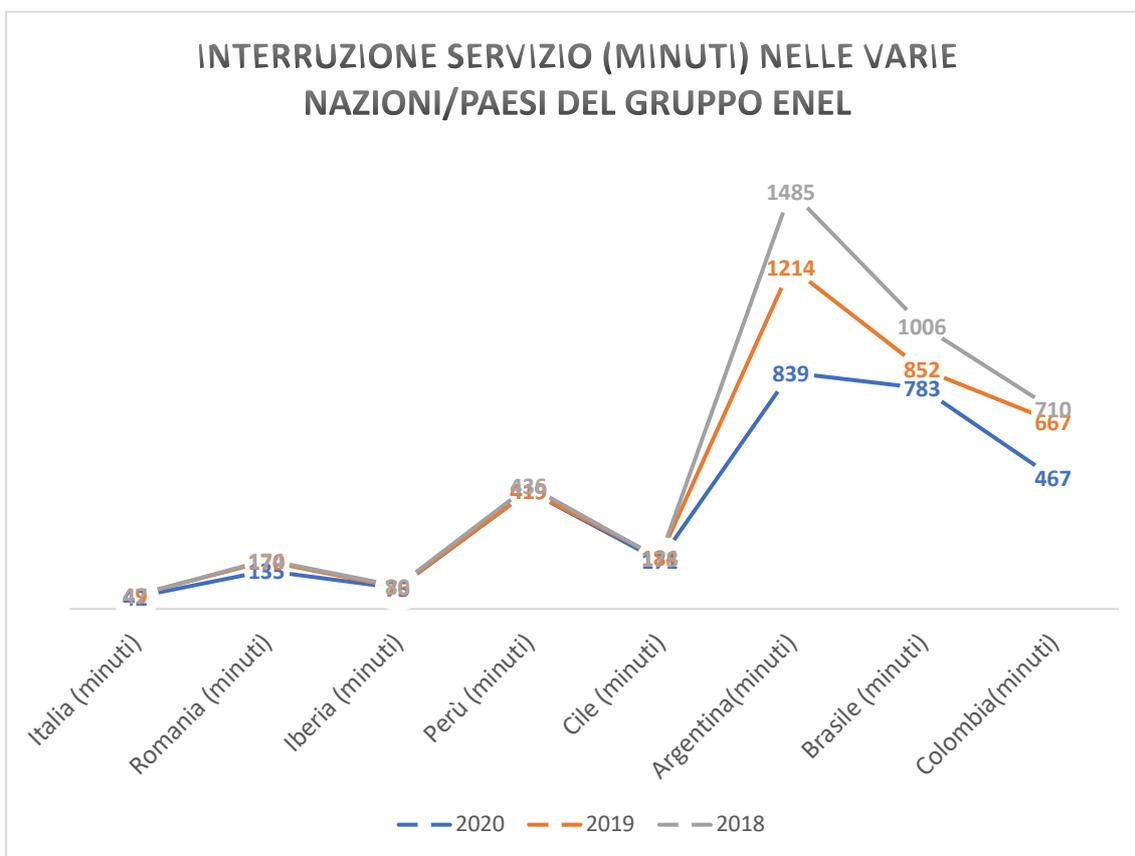






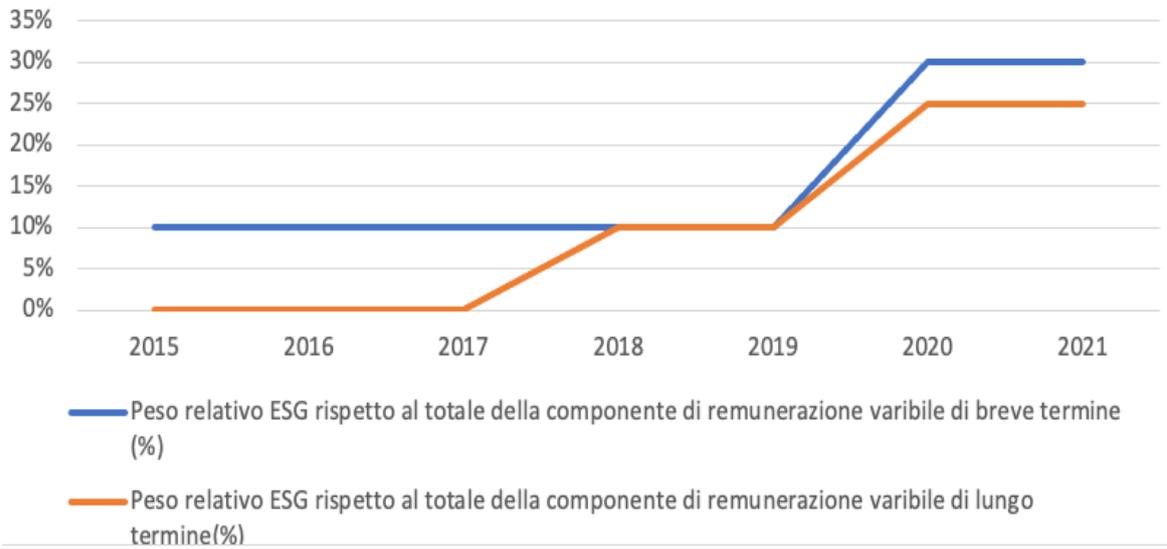
**Fonte:** Elaborazione personale su dati Enel (relazioni sulle remunerazioni 2015-2021)

### Andamento KPI SAIDI e perdite di rete (%)

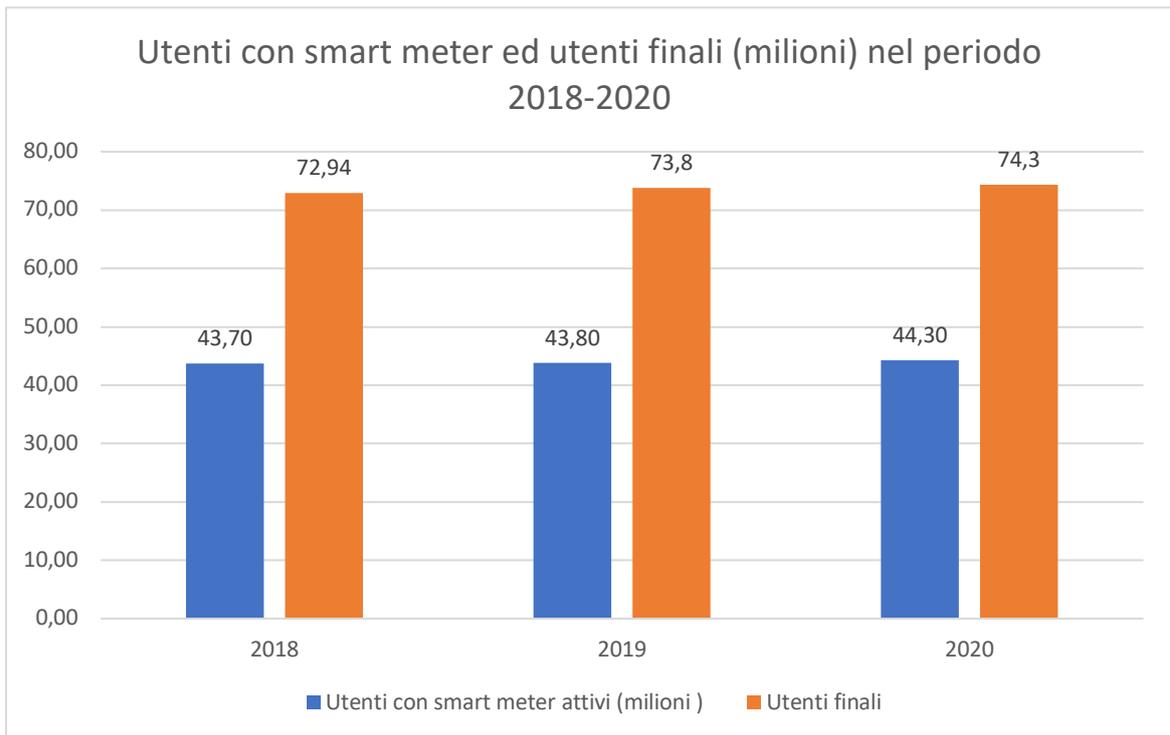


Fonte: Elaborazione personale su dati Enel (Bilancio sostenibilità 2020-2018).

### Andamento dei pesi relativi riferiti ad obiettivi di performance ESG (%)



**Fonte:** Elaborazione personale su dati Enel



**Fonte:** Elaborazione personale su dati Enel

## **Intervista all' Avv. *Alberto Improda*: Membro del Consiglio Direttivo ESG European Institute**

**Di cosa si occupa ESG European Institute e quanto sono importanti allo stato attuale i criteri ESG?**

Gli ESG rivestono allo stato attuale una straordinaria importanza.

Essi, infatti, definiscono un nuovo paradigma di Impresa e indicano la rotta dell'Innovazione per i prossimi lustri.

Le faccio avere in allegato una presentazione dell'ESG European Institute, dalla quale potrà trarre le informazioni più attinenti al lavoro che sta svolgendo.

**Nella creazione di valore condiviso, quale è il valore per i vari stakeholder? Ovvero il valore deve sempre essere associato ad un "guadagno monetario" oppure ad un semplice miglioramento delle condizioni di vita? Ad esempio, il valore creato per dipendenti, comunità locali, ecc.**

Il valore che scaturisce dall'azienda non può più essere soltanto "guadagno monetario".

Il nuovo paradigma industriale che scaturisce dal concetto di Sostenibilità e dai parametri ESG è chiaro al riguardo.

Allego un brano dal mio saggio "Il Virus dell'Innovazione", dal quale potrà trarre spunti e citazioni.

**L'impresa, allo stato attuale, riesce a diminuire il divario tra azionista (e quindi ad esempio, creazione di profitti) e stakeholder value, oppure ci sono delle criticità e se sì quali?**

Naturalmente le criticità per passare ad un nuovo modello industriale non mancano.

Possiamo dire, cercando di sintetizzare al massimo, che un diverso paradigma imprenditoriale richiederebbe di svilupparsi in una nuova dimensione economica e sociale: per quest'ultima, evidentemente, i tempi ancora non sono maturi.

**Pensa che l'evoluzione normativa avrà un importante impatto sulle imprese energetiche? E come dovranno rispondere. Inoltre, basteranno gli investimenti europei per fronteggiare la transizione?**

Le imprese energetiche sono state le prime ad essere investite dalle nuove dinamiche ed in molti casi le più pronte a reagire, ovviamente ognuna a modo proprio.

In Italia abbiamo l'esempio di Enel, che fa scuola nel Mondo, per la sua tensione reale ed effettiva verso la Sostenibilità economica, ambientale e sociale.

L'Europa sta facendo uno sforzo senza precedenti ed oggi ci si può sentire particolarmente orgogliosi di essere Europei.

Certo il Pianeta non offre compartimenti stagni e quindi l'Europa, se lasciata sola, non riuscirà a risolvere i problemi su scala globale.



# Ringraziamenti

Desidero, innanzitutto, ringraziare la Prof.ssa Laura Rondi, relattrice disponibile e attenta, che mi ha permesso di vivere questi mesi di stesura in maniera serena. Inoltre, la ringrazio per avermi trasmesso una grande passione in merito a tematiche economico-finanziarie, grazie al suo corso “Economia e Finanza d’impresa” dalla quale sono rimasto piacevolmente colpito ed incuriosito.

Ringrazio la mia famiglia, Grazie ai miei genitori, che hanno sempre creduto in me. Son felice che oggi possiate gioire insieme a me, al termine della mia carriera universitaria. Oggi sicuramente è un giorno particolare, che vi dedico. Probabilmente nessuno di noi 18 anni fa si sarebbe aspettato un evento di tale portata, ricordando i grandi pianti per andare a scuola.

Viola, ti ringrazio per avermi sopportato fin dal primo anno di università. Con te tutto risulta essere più bello e sereno. Sei sempre pronta a trovare il lato positivo di ogni cosa, e questo per me, anche in ambito universitario è stato fondamentale. Ringrazio anche la tua famiglia, che mi ha dato una mano nei momenti di difficoltà e anche nel contesto accademico, facendomi interagire con il mondo del lavoro.

Joshua e Chiara, finalmente sposi! Quindi vi meritate un ringraziamento unico! Mi avete visto in diverse situazioni (dall’euforia allo stress duraturo) in questi anni universitari. Sappiate che ogni piccolo gesto ed ogni parola di conforto sono stati driver trainanti per la mia motivazione e la voglia di portare a termine il tutto. Vi auguro tutta la felicità del mondo in questo magnifico percorso insieme!

Ringrazio i miei amici. La vostra presenza è risulta essere fondamentale ogni giorno. Grazie a voi sono riuscito a vivere in maniera serena anche i periodi più stressanti, distraendomi e passando con voi splendidi momenti. Non faccio l’elenco completo ma ognuno di voi si senta tirato in causa.

Ringrazio l’Avv. Alberto Improda. Grazie per la sua disponibilità nel cogliere la mia attenzione alle tematiche ESG, ed inoltre per aver risposto alle mie domande in merito.

Infine, desidero ringraziare il Politecnico di Torino. Grazie per tutti questi anni. Sicuramente non sono stati semplici, ma proprio dietro le difficoltà si celano le più grandi soddisfazioni. Grazie alla enorme professionalità di tutti i docenti incontrati in questi anni, i quali mi hanno permesso di formarmi, e potermi finalmente sentir chiamare Ing. Barella.

