



**Politecnico  
di Torino**

## **Politecnico di Torino**

**Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale percorso Innovazione**

**A.a. 2022/2023**

Sessione di Laurea di Marzo 2023

# **Rating ESG: problematiche ed evidenze dalle imprese italiane**

Focus sulle imprese familiari e confronto dello score ESG con le  
imprese non-familiari.

Relatrice:

Prof.ssa Laura Rondi

Candidato:

Andrea Calabrese Cartisano



# *Indice*

<b>ABSTRACT - Italiano</b> .....	3
<b>ABSTRACT - English</b> .....	4
<b>INTRODUZIONE</b> .....	5
<b>1. Capitolo 1: ESG rating, problematiche ed evidenze dall'Italia</b> .....	7
<b>1.1 Introduzione del rating ESG e della CSR.</b> .....	7
<b>1.2 Il ruolo e l'ambiguità delle agenzie di rating ESG</b> .....	18
<b>1.3 ESG, la risposta delle imprese italiane ed evidenze dagli studi statistici</b> .....	23
<b>2. Capitolo 2: Le imprese familiari in Italia – Analisi del contesto</b> .....	30
<b>2.1 Introduzione all'impresa familiare. La sua presenza e importanza in Italia.</b> .....	30
<b>2.2 Introduzione sulla Corporate Governance</b> .....	35
<b>2.3 La Corporate Governance nelle imprese familiari e le evidenze statistiche.</b> .....	40
<b>3. Capitolo 3: Le imprese familiari: punti di forza e di debolezza.</b> .....	46
<b>3.1 La limitazione della capacità imprenditoriale: l'elevata avversione al rischio e la stagnazione</b> .....	46
<b>3.2 Il problema dell'underinvestment: la conferma del Pecking order come driver della struttura finanziaria e il suo maggiore impatto.</b> .....	50
<b>3.3 Gli aspetti positivi delle family firm</b> .....	53
<b>3.4 L'atteggiamento delle imprese familiari per lo sviluppo delle pratiche CSR: valori, governance e proprietà</b> .....	56
<b>3.5 L'aspetto finanziario del rating ESG</b> .....	67
<b>4. Capitolo 4: Descrizione del campione e delle variabili</b> .....	70
<b>4.1 Variabili legate alla proprietà e al controllo</b> .....	77
<b>4.2 Variabili economico-finanziarie</b> .....	82
<b>4.3 Variabili ESG</b> .....	86
<b>4.4 Test di differenza tra le medie</b> .....	93
<b>4.5 Matrici di correlazione</b> .....	96
<b>5. Capitolo 5: Analisi empirica</b> .....	97
<b>5.1 Analisi della variabile SDG13</b> .....	97
<b>5.2 Analisi dell'influenza familiare</b> .....	99
<b>CONCLUSIONI</b> .....	106
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	108

## **ABSTRACT - Italiano**

Negli ultimi anni il concetto di sostenibilità sta via via assumendo un ruolo sempre più importante all'interno del panorama aziendale. Non è un caso che sempre più imprese decidano di allinearsi agli obiettivi etici, sociali e ambientali. In questo contesto gioca una partita importante lo score ESG, ossia una valutazione in termini di sostenibilità rilasciata dalle agenzie di rating. Lo score etico-sociale è una conseguenza di un concetto aziendale molto più ampio, ossia la responsabilità sociale d'impresa nota anche come Corporate Social Responsibility (CSR), con la quale le imprese si impegnano a gestire il loro impatto etico, sociale e ambientale sugli stakeholders. In questo lavoro di tesi inizialmente si approfondiscono i temi della CSR e dello score ESG al fine di individuarne i tratti tipici e le peculiarità. Successivamente, si introduce il concetto di impresa familiare, per la quale, si pensa, ci possa essere una relazione con delle migliori performance ESG. Per verificare quest'ultima ipotesi, sono stati raccolti dei dati dalla piattaforma Refinitiv di Thomson Reuters al fine di costruire un campione costituito da imprese familiari e non familiari quotate nella borsa italiana, con l'obiettivo di valutare l'effettiva presenza di una relazione tra la natura familiare di un'impresa e lo score ESG. I risultati di quest'analisi hanno dimostrato che per gli output dei pilastri E-S-G non vi è una correlazione significativa con la natura familiare di un'impresa, se non per quanto riguarda il pilastro sociale, per il quale, la presenza di un Ceo che è anche il fondatore dell'impresa, ha una forte influenza positiva. Questa tendenza viene confermata anche sull'ESG score complessivo.

## **ABSTRACT - English**

In the last years, the concept of sustainability has been assuming a more important role within the business community. It is no coincidence that an increasing number of companies has decided to align with ethical, social and environmental goals. In this context, an important role is assumed by the ESG score, namely a valuation in terms of sustainability made by rating agencies. The ESG scores is a consequence of a broader concept of business, that is the Corporate Social Responsibility (CSR), with which companies commit to manage their ethical, social and environmental impacts on stakeholders. This thesis will, at the beginning, deepen the CSR and ESG score topics. Then, the concept of family firm will be introduced, for which there is the idea of a correlation with better ESG performances. To test this hypothesis, I have collected data from the Refinitiv platform of Thomson Reuters, in order to build a sample of family firms and non-family firms listed on the Italian Stock Exchange, with the objective to evaluate the actual presence of a relationship between the family nature of a company and its ESG score. The results of the econometric analysis have shown that for the E-S-G pillars scores there is no significant correlation with the family nature of a company, except for the social pillar, for which, the presence of a CEO who is also the founder of the company, has a positive influence. This trend is also confirmed on the overall ESG score.

## INTRODUZIONE

Nel corso degli ultimi anni il concetto di sostenibilità sta riscuotendo un rilevante interesse da parte di studiosi, aziende, investitori e altri operatori economici. In questo contesto, sempre più imprese decidono di allinearsi agli obiettivi etici, sociali ed ambientali intraprendendo azioni mirate al miglioramento della loro condotta su tematiche legate agli aspetti ambientali, sociali e di governance. Questi ultimi tre fattori costituiscono il più ampio tema dello score ESG, ossia una valutazione rilasciata dalle agenzie di rating che mira a fornire un giudizio sulla condotta etica, sociale ed ambientale di un'impresa. Esistono diversi metodi di scoring, a seconda dell'agenzia che se ne occupa e, ciò, contribuisce anche a riscontrare una certa ambiguità nelle valutazioni e ad una difficoltà di confronto tra i metodi stessi.

Questo continuo interesse nel tema ha generato la volontà di esaminare la situazione delle imprese italiane, tra le quali la percentuale di imprese aventi natura familiare è davvero rilevante. L'idea alla base è che il carattere familiare di un'impresa possa influenzare positivamente la condotta etico-sociale della stessa. La reputazione è un aspetto fondamentale per le imprese familiari e, proprio per questo, si pensa che ci possa essere un allineamento degli obiettivi tra l'impresa e la famiglia stessa, generando in quest'ultima la necessità di legittimarsi nell'ambiente in cui opera attraverso l'azienda.

Lo scoring ESG è un tema nato nell'ambito del più ampio argomento della Corporate Social Responsibility (CSR), ossia la responsabilità sociale d'impresa, concetto che si occupa dell'integrazione delle pratiche etiche, sociali ed ambientali nelle strategie operative di un'impresa. Sulla base di queste supposizioni, in questo elaborato si approfondiscono i temi legati alla CSR, al rating ESG e alla natura familiare delle imprese e su come quest'ultima possa influire sulla condotta etico-sociale delle stesse.

Inoltre, viene condotta un'analisi empirica su un dataset costruito con dati relativi alla governance, alla proprietà, alle performance economico-finanziarie e alle performance etico-sociali delle imprese. Tali dati sono stati reperiti sulla piattaforma Refinitiv di Thomson Reuters e sul sito della CONSOB, al fine di osservare un totale di 87 imprese italiane quotate alla borsa di Milano per una finestra temporale pari a 5 anni, ossia dal 2017 al 2021.

L'intero lavoro di tesi è strutturato su cinque capitoli: il primo ha l'obiettivo di introdurre e approfondire i temi relativi alla CSR e allo score ESG, analizzandone i tratti tipici e le peculiarità.

Il secondo capitolo introduce il concetto di impresa familiare, attraverso un'analisi della letteratura esistente e valutando l'impatto economico ed occupazionale che questa tipologia di imprese ha nel nostro Paese. La parte teorica si conclude con il terzo capitolo, nel quale vengono introdotti gli aspetti positivi e le criticità delle family firms, con particolare attenzione alla loro probabile predisposizione alle pratiche CSR.

Nel quarto capitolo, viene analizzato il campione costruito, fornendo delle statistiche descrittive e le analisi sulla sua composizione.

Infine, nell'ultimo capitolo, viene effettuata un'analisi mirata a studiare l'eventuale correlazione tra la natura familiare di un'impresa e l'output etico-sociale, sfruttando le valutazioni ESG rilasciate da Thomson Reuters.

# 1. Capitolo 1: ESG rating, problematiche ed evidenze dall'Italia

## 1.1 Introduzione del rating ESG e della CSR.

Il concetto di ESG (Environmental, Social and Governance) nasce al fine di valutare l'impegno delle imprese in termini di sostenibilità. Esso si esprime come l'agglomerazione di tre macro-parametri:

E (Environmental): trae la sua origine dalla lotta al cambiamento climatico, in quanto oggi è necessario che gli imprenditori agiscano in modo responsabile e meno impattante nei riguardi dell'ambiente. Questo criterio tiene conto di molteplici fattori quali: Attenzione al cambiamento climatico; contenimento delle emissioni di anidride carbonica; riduzione dell'uso di risorse naturali; sicurezza alimentare.

S (Social): Si esprime come l'insieme dei criteri utili a misurare l'impatto sociale di un'impresa, come ad esempio: rispetto dei diritti umani; attenzione alle condizioni di lavoro; parità di genere; rifiuto di ogni forma di discriminazione.

G (Governance): valuta l'aspetto più interno dell'impresa, legato alla sua organizzazione, tenendo conto di aspetti quali: Indipendenza del CdA; procedure di controllo; diritti degli azionisti; remunerazione dei manager; politiche fiscali; lotta alla corruzione.

A seguito della valutazione di questi aspetti, le agenzie specializzate riescono a trarre un "rating di sostenibilità", appunto il rating ESG. La varietà dei criteri e il loro peso relativo dipendono dall'agenzia che li tratta, ecco perché non esiste un metodo univoco per la definizione dello score ESG, proprio per questo successivamente si analizzeranno le principali differenze di calcolo tra le agenzie più importanti al fine di comprendere l'elevata ambiguità che ruota attorno all'argomento.

Nonostante la diversità e il peso dei singoli criteri, è possibile scinderli a fattori comuni evidenziando nel dettaglio la loro natura e ricercando la motivazione storico-sociale che ha probabilmente portato alla loro definizione.

Riguardo la tematica "Environmental", come già affermato è sicuramente risultata necessaria a seguito del cambiamento climatico e dell'impatto negativo che le imprese hanno avuto nel corso degli anni. Non è un caso che tra gli elementi di valutazione più frequenti ci sia il contenimento delle emissioni di gas nocivi quali l'anidride carbonica, ossia uno dei fattori maggiormente responsabili del surriscaldamento globale. La sensibilizzazione al problema nacque già negli anni '60, quando avvennero le prime rilevazioni della quantità di CO<sub>2</sub> nell'atmosfera, le quali crebbero

con una tendenza talmente negativa da portare alla prima conferenza mondiale sul clima a Ginevra nel 1979. Essa definì programmi di cooperazione scientifica sulla ricerca e sulle osservazioni climatiche. Successivamente, nel 1997, fu definito il trattato internazionale in materia ambientale noto come “Protocollo di Kyoto”, il quale stabilì gli obiettivi di riduzione delle emissioni di anidride carbonica da parte degli Stati aderenti. Entrò in vigore a partire dal 2005 ma oggi, visto il continuo peggioramento delle condizioni climatiche, ci si chiede se effettivamente si sarebbe potuto fare di più.

Dal punto di vista aziendale, ci sono stati anche degli episodi fortemente spiacevoli che hanno compromesso la reputazione di alcune imprese che mirando solo all’aspetto puramente economico, non hanno tenuto in considerazione l’impatto ambientale che esercitavano sul pianeta. Un esempio molto recente è lo scandalo “Dieselgate” del 2011 che coinvolse la Volkswagen, la quale installò un software che ai banchi di prova andava a fornire un dato falsato sulle emissioni di un gas nocivo (ossido di azoto) prodotto dai motori a combustione interna. L’episodio causò un grave impatto sia sull’azienda che in generale sul settore automobilistico, generando una maggiore attenzione da parte degli organi competenti e delle case produttrici stesse. Tutto ciò ha comportato una notevole accelerazione dei tempi inerenti al passaggio dal termico all’elettrico, con una notevole riduzione/eliminazione dei veicoli diesel (maggiormente inquinanti) dai listini dei produttori di automobili.

Sempre nell’ambito ambientale, un criterio fortemente tenuto in considerazione dalle agenzie è l’utilizzo delle risorse naturali, oggi sempre più essenziali vista la loro scarsità. Tali risorse sono state oggetto di uno sfruttamento senza scrupoli a partire dalla prima rivoluzione industriale e hanno generato numerosi dibattiti riguardo il loro utilizzo e una possibile transizione ecologica. Il principale problema nel corso degli anni è stato il maggior consumo delle risorse rispetto ai tempi necessari alla loro rigenerazione con l’innesco di un circolo vizioso che ha generato un forte inquinamento con conseguenti danni irreparabili per il pianeta. Le rivoluzioni industriali comportarono notevoli modifiche all’assetto socio-ambientale del Pianeta, di fatto il continuo sviluppo venne visto come un’opportunità economica non tenendo in considerazione la pressione esercitata sull’equilibrio naturale. Diverse furono le risorse impiegate per il funzionamento di attività connesse alla produzione, come il carbone necessario per il sistema ferroviario e l’alimentazione degli impianti industriali. Nel corso degli anni ci furono anche delle transizioni tecnologiche che ridisegnarono lo schema delle risorse impiegate da parte delle industrie, ma solo dagli anni ’60 si cominciò a parlare del problema del loro impiego, andando a confutare la teoria basata sulla loro disponibilità illimitata. Conseguentemente le imprese cominciarono ad occuparsi del tema e diversi economisti cercarono un modo per la creazione di un equilibrio tra l’interesse

collettivo e quello privato introducendo il concetto di “sviluppo sostenibile”. L’individuazione di questo punto va fatta scorpendo dal reddito corrente gli eventuali minori benefici futuri e l’impatto ambientale in termini di disponibilità delle risorse. Tuttavia, la differenza tra le due spesso non tende ad essere nulla, bensì il maggior introito dovuto allo sfruttamento tende al costo marginale sociale e cioè una componente positiva che rappresenta il “prezzo” dell’utilizzo delle risorse<sup>1</sup>. Tale prezzo sarà maggiore tanto quanto la distanza dell’intervallo di tempo valutata. L’obiettivo odierno quindi del rating è valutare come le imprese facciano questo calcolo e come poi di fatto agiscano per garantire che il loro sviluppo sia effettivamente “sostenibile”.

Il tema sociale è un altro aspetto che caratterizza il rating ESG, in quanto l’operatore “impresa” genera degli effetti sugli altri soggetti del sistema economico. I suddetti possono essere sia positivi che negativi in funzione delle politiche adottate e del contesto in cui l’azienda opera. Da questo punto di vista fa fortemente riflettere il dato rilevato da CSR Europe, il quale afferma che 1 impresa europea su 2 non considera il rispetto dei diritti umani un tema rilevante per sé stessa e non forma sul problema i propri dipendenti. Questa superficialità ha storicamente comportato il coinvolgimento di diverse imprese in scandali a causa dello sfruttamento dei lavoratori e della manodopera minorile. Ad esempio, nel 1996 la famosa multinazionale statunitense Nike finì agli onori della cronaca per le sue politiche di outsourcing della produzione che comportarono la fornitura dei prodotti da parte di imprese che usufruivano di manodopera minorile a basso costo. È compito quindi delle aziende quello di monitorare la propria filiera produttiva, verificando che sia garantito il rispetto dei diritti umani. Molto spesso la delocalizzazione in Paesi in via di sviluppo favorisce la violazione dei diritti a causa del debole enforcement della Legge locale e delle condizioni del tessuto economico-sociale. Le imprese dei Paesi maggiormente sviluppati nella maggior parte dei casi rispettano gli obblighi prescritti dalla propria Nazione, ma non è così scontato che siano attente a cosa accada al di fuori dei propri confini e che attuino delle politiche per garantire un welfare superiore a quello imposto. Essere un Paese avanzato tuttavia non sempre garantisce buone condizioni lavorative, a tal proposito fa riflettere la denuncia da parte dell’ONU relativamente al caso Italia, nel quale è emerso un “*sistematico e diffuso sfruttamento del lavoro*” e l’individuazione del sito produttivo più inquinato al mondo (Ilva di Taranto)<sup>2</sup>.

Tra le ulteriori tematiche da non sottovalutare vi è sicuramente la parità di genere. Nonostante ci siano state tante lotte per far abbattere ogni forma di discriminazione nei riguardi delle donne, soprattutto nel mondo del lavoro, ancora oggi esistono enormi differenze tra la condizione

---

<sup>1</sup> De Pascale Angelina, EyesReg: Il difficile rapporto tra economia e ambiente, Vol. 1, N.4 – novembre 2011

<sup>2</sup> David R. Boyd, The right to a clean, healthy and sustainable environment: non-toxic environment – Report ONU 2021

lavorativa degli uomini e quella delle donne. Parliamo del “gender gap”, ossia l’occupazione femminile e l’avanzamento di carriera a livelli inferiori rispetto a quella maschile così come il gap salariale. L’Italia, secondo le statistiche dell’Eurostat, è uno dei Paesi che più penalizza il ruolo della donna nel mondo del lavoro. Uno studio di LinkedIn testimonia che le donne, a causa della disparità di genere, credono di meritare meno rispetto agli uomini. Eppure, in media sono più istruite, si laureano prima e sono molto talentuose. Se le aziende facessero riferimento al curriculum accademico, dovrebbero assumere più donne che uomini, invece accade il contrario. Addirittura, 1 uomo su 4 ha difficoltà ad accettare una donna come sua superiore sul posto di lavoro<sup>3</sup>. Insomma, per una donna avere un avanzamento di carriera e farsi rispettare dai subalterni è tre volte più difficoltoso rispetto ad un uomo. La disuguaglianza di genere può essere definita come qualsiasi discriminazione basata sul sesso e questo è un ostacolo per il raggiungimento della gender equality. Ad oggi, comunque, nessuno Stato membro dell’Unione Europea ha raggiunto la parità tra uomo e donna nel mondo del lavoro. A questo proposito, gli obiettivi del PNRR hanno posto molta attenzione alla parità di genere che dovrebbe essere garantita e incrementata per colmare il gap esistente. Infatti, con la Legge n. 162/2021 è stato istituito il sistema di certificazione della parità di genere che dovrebbe essere rilasciata a partire dal 1° gennaio 2022. Gli enti di certificazione dovranno valutare le misure applicate dai datori di lavoro per ciò che concerne la tutela della maternità, il salario, la parità di crescita ecc. Questo comporterà dei vantaggi per le aziende che avranno un miglior punteggio nelle graduatorie degli appalti e un parziale esonero dal versamento dei contributi previdenziali. È stato istituito inoltre, il fondo per il sostegno della parità salariale di genere presso il Ministero del Lavoro con la Legge di bilancio 2021. Tutto questo offre alle aziende molti strumenti per essere incentivate a ridurre il divario tra i sessi. Da questo punto di vista l’introduzione del rating ESG non sembra aver stravolto l’attenzione alla problematica, si spera quindi che l’intervento dello Stato sia utile per migliorare la situazione e comporti un cambio di tendenza. Certamente l’introduzione della certificazione per le aziende rappresenterà per le agenzie di rating uno studio preliminare rispetto al loro impegno per superare questo divario.

Per quanto concerne il rating in senso lato, molte imprese hanno avvertito la necessità di svoltare direzione aprendosi ad azioni che potessero cambiare il loro status quo e far loro acquisire una diversa reputazione e un miglioramento del loro score. L’attenzione verso questi temi e le azioni poste in essere prendono il nome di Corporate Social Responsibility (CSR).

---

<sup>3</sup> Report Women in charge: Analisi delle differenze di genere ai vertici delle imprese, 2021, Badenock+Clark

La CSR non è un tema nato a seguito dell'ESG, anzi l'opposto in quanto il rating etico rappresenta una delle pratiche di CSR. Va però evidenziato che l'introduzione dell'ESG ha sicuramente generato una maggiore attenzione delle aziende nei riguardi della responsabilità sociale d'impresa.

Sicuramente il fenomeno della globalizzazione e del continuo cambiamento del contesto economico hanno portato ad un cambiamento del ruolo e delle funzioni dell'operatore "impresa". È chiaro che lo sviluppo economico non è stato sempre garante di un miglioramento della vita sul nostro pianeta. Proprio in quest'ottica la CSR affonda le sue radici in America dove, negli anni '50, si iniziano a prendere in considerazione le condizioni dei lavoratori, i salari e la salute.

L'economista Bowen<sup>4</sup> [1953] dichiarò che l'impresa è un centro vitale del potere che con le sue attività influenza la vita sociale. L'imprenditore ha responsabilità economica, ma anche sociale per ciò che riguarda il contesto ambientale in cui opera.

Pochi anni dopo, Keith Davis<sup>5</sup> [1973], affermò che le imprese devono mettere in atto azioni che vadano oltre il fine economico avvantaggiando i lavoratori e la comunità. Negli anni il concetto di CSR si sviluppa ancor di più, ma il cambiamento radicale avvenne negli anni '70 quando il premio Nobel per l'economia Milton Friedman<sup>6</sup> [1970] attribuì alle imprese la responsabilità di usare le risorse unicamente per aumentare i loro profitti nei confronti degli stakeholder, asserendo che i manager siano solo degli agenti che lavorano per gli stakeholder che, avendo investito dei capitali, hanno diritto a ricevere dei profitti. Contestualmente Johnson<sup>7</sup> [1971] confermò che il manager doveva massimizzare i profitti, ma che deve altresì operare nell'interesse di "tutti" coloro che interagiscono con l'impresa.

Sempre negli anni '70, per la prima volta, venne evidenziato il rapporto esistente tra la società e l'ambiente che la circonda: al fine di spiegare tale legame, il Committee for Economic Development (CED) creò un modello formato da tre cerchi. In quello più interno ci sono le responsabilità necessarie per un buon funzionamento economico, ossia produzione, sviluppo e crescita; in quello medio si trovano le suddette responsabilità volte all'ambito sociale, al rispetto per l'ambiente e per i lavoratori; infine, nel cerchio più esterno ci sono le attività che l'azienda può ampliare per migliorare gli ambienti sociali più poveri.

---

<sup>4</sup> Bowen, 1953, Social Responsibilities of the Businessman

<sup>5</sup> Davis, 1973, The Case for and Against Business Assumption of Social Responsibilities, Academy of Management Journal Vol. 16, No. 2

<sup>6</sup> Friedman M. (1970), "The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits", New York Times Magazine

<sup>7</sup> H. Johnson, 1971, Business in Contemporary Society: Framework and Issues

Un'importante interpretazione della CSR è quella del filosofo Robert Edward Freeman<sup>8</sup> [1984], il quale focalizzò la sua attenzione sul ruolo degli stakeholder, che fino al momento erano sempre stati omessi dalle analisi in quanto si trovavano in una posizione contraddittoria rispetto all'azienda. Freeman andò a definire una serie di approcci strategici analizzati e sviluppati in funzione degli stakeholder in quanto il "movimento attivista sociale" dimostrò il pericolo dell'utilizzo di strategie corporate che non tenessero in considerazione i gruppi antagonisti. Tuttavia, i risultati delle sue analisi diedero prova che la maggior parte delle iniziative di responsabilità sociale erano frutto di una visione degli stakeholder come "vincoli". Di conseguenza la responsabilità sociale delle imprese veniva considerata come un lusso "aggiuntivo" che poteva essere offerto solo dalle aziende di maggior successo. In altri casi essa veniva reputata come un'assicurazione di limitazione dei danni che potevano nascere a seguito di scandali aziendali, piuttosto che come input fondamentale per la strategia aziendale.

Carroll<sup>9</sup> [1991] rappresentò la CSR come una piramide (figura 1) formata da quattro livelli di varie responsabilità a partire da quella economica, proseguendo con quella legale, etica e infine filantropica. Tutte queste responsabilità migliorano la qualità della vita e recano benessere alla popolazione intera.

**The Pyramid of Corporate Social Responsibility**

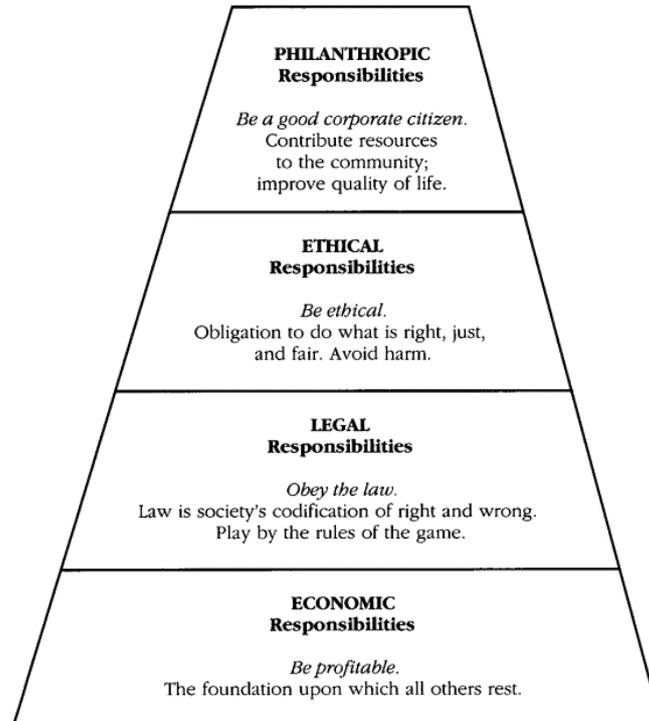


Figura 1

<sup>8</sup> Freeman, E. R.: 1984, Strategic Management: A Stakeholder Approach (Pitman, Boston, MA).

<sup>9</sup> A.B. Carroll, The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholder, Business Horizons / July-August 1991

Andando maggiormente nel dettaglio, riguardo l'aspetto economico Carroll sostiene che l'impresa è un'entità atta alla produzione e distribuzione di beni e servizi ai vari operatori che con essa interagiscono, di conseguenza il profitto rappresenta il driver dell'imprenditore. Storicamente si è passati dal concetto di profitto "normale" al concetto di "massimizzazione dei profitti", andando così a rafforzare il peso del fattore economico, base su cui si fondano le altre tipologie di responsabilità e in assenza del quale non ci sarebbe alcun movente per l'esistenza dell'impresa stessa.

Al gradino superiore troviamo la responsabilità legale che è probabilmente l'aspetto più semplice da capire in quanto ci si aspetta che le imprese operino rispettando le Leggi e i Regolamenti promulgati dai Governi locali e dalle autorità internazionali. Ne segue che è la Legge a stabilire cosa sia "giusto" e cosa sia "sbagliato", è compito quindi delle imprese, utilizzando una metafora, giocare la propria partita rispettando le regole del gioco.

Riguardo la sfera etica la tematica si complica in quanto è più difficile stabilire cosa sia giusto e cosa sia sbagliato perché, a differenza dell'aspetto legale, non c'è nulla di codificato. Da questo punto di vista spesso l'etica precede la responsabilità legale poiché funge da fattore trainante per la creazione o modifica di Leggi e Regolamenti. Non è un caso che nel corso degli anni il Movimento Ambientalista sia riuscito a conseguire dei risultati in materia legale per limitare l'espansione industriale a discapito dell'ambiente. Secondo un'ulteriore prospettiva, invece, la responsabilità etica può essere vista una serie di nuovi valori "emergenti" che la società si aspetta dalle imprese e che vanno al di sopra dei requisiti di Legge e che consentono alle stesse di avere una performance superiore a quella standard.

Andando oltre le pressioni esercitate dai vari gruppi sociali per l'instaurazione di una responsabilità etica, troviamo un livello ancora più alto che va ad abbracciare un aspetto "morale" che discerne dalle richieste esplicite della società. Esso è generato da livelli di performance etica impliciti nel più ampio argomento della filantropia morale, includendo dei principi cardine quali diritti, giustizia e utilitarismo. Sostanzialmente la differenza tra l'aspetto filantropico e l'aspetto etico risiede nel fatto che un'impresa crede di agire responsabilmente quando si comporta come "un bravo cittadino nella comunità". Ciò conferma che la CSR include degli aspetti filantropici ma non si limita ad essi, proprio per questo, sebbene la sfera filantropica sia molto importante e valorizzata, il suo peso ai fini del modello è inferiore alle altre tre tipologie di responsabilità.

In generale, quindi, un'impresa deve rispettare gli adempimenti economici, legali, etici e filantropici, ossia deve cercare di realizzare un profitto osservando la Legge, comportandosi come un "bravo cittadino".

Nonostante tutto sembri abbastanza semplice, la teoria si scontra con la pratica e fu lo stesso Carroll ad esaminare le precedenti affermazioni di Friedman, il quale esaminò il problema della massimizzazione dei profitti da parte dei manager, come detto precedentemente. L'autore della piramide CSR fornì degli strumenti di supporto ai manager affinché le imprese potessero riuscire a adempiere a tutte le responsabilità facenti parte del modello. Un esempio è la matrice stakeholder/risponsabilità, ossia uno strumento analitico utile al manager per organizzare pensieri e idee su ciò che l'azienda dovrebbe fare in campo economico, legale, etico e filantropico in funzione dei requisiti e della natura degli stakeholder. L'output del modello dovrebbe essere utile per stabilire delle priorità, necessarie per prendere delle decisioni che possano portare dei risultati a lungo termine.

Col passare degli anni, fino ad arrivare ai giorni nostri, la letteratura sul tema CSR si è ampliata in quanto, vista l'importanza della tematica, sempre più professionisti hanno fornito le proprie considerazioni ed interpretazioni. Alcuni estendono il ruolo e centralità della CSR, altri invece la limitano come, ad esempio, Campbell<sup>10</sup> il quale afferma che la CSR si debba fermare alla responsabilità verso gli stakeholder primari (fornitori, investitori, clienti, comunità). Egli sostiene che l'impresa riesce ad assolvere i suoi doveri in tema CSR quando agisce nel rispetto dei soggetti precedentemente citati e quando è grado di rimediare in caso di danno.

Sono state anche fornite ulteriori classificazioni della CSR come quella di Basu e Palazzo<sup>11</sup>, i quali affermano che le politiche di responsabilità possono avere differenti driver: in primis i già famosi stakeholder, successivamente le performance (includendo la CSR nella Corporate Strategy) e infine la motivazione (etica e obiettivi di fidelizzazione dei clienti).

Tuttavia, è innegabile che il ruolo della CSR stia diventando sempre più importante non solo ai fini di reputazione, ma anche in una logica di strategia aziendale che mira alla creazione di un "valore sostenibile". Talvolta le imprese più attente alla responsabilità sociale sono state criticate, in quanto il loro operato viene valutato come una pratica solamente estetica e non come un sincero impegno ad operare in modo etico e corretto.

La valutazione dei benefici deve andare oltre il calcolo puramente economico di breve periodo, considerando che gli investimenti necessari all'implementazione e al mantenimento di attività di

---

<sup>10</sup> Campbell J.L., 2007, Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of CSR, *Academy of Management Review*, 32

<sup>11</sup> Basu K.- Palazzo G., 2008, CSR: A process model of sensemaking, *Academy of Management Review*, 33

CSR non possono avere un immediato pay-off a causa del diverso arco temporale intercorrente tra il sostenimento dei relativi costi (di breve periodo) e i benefici (spesso a lungo termine)<sup>12</sup>.

La scelta di aprirsi alla CSR, legata al concetto di “durata dell’impresa”, ovvero al suo rapporto con tutti gli stakeholder che ne possono determinare la sopravvivenza, consente di ottimizzare l’impatto dell’operato aziendale sul territorio e sulla comunità circostante, ottenendo maggior consenso ad operare<sup>13</sup>. Inoltre, le conseguenze sul piano competitivo di tali pratiche influenzano il valore dell’impresa esprimibile in termini di redditività, costruzione di fiducia, rispetto, credibilità, reputazione e quindi di soddisfazione e fedeltà dei clienti, dei consumatori e di tutti i portatori di interesse. Proprio per questo, prendere la strada della CSR rappresenta una vera e propria strategia aziendale che tiene in considerazione le variabili etiche, sociali e ambientali, in funzione delle quali è anche necessaria una riqualificazione dei processi, delle risorse, delle competenze e dei fattori di competizione.

Il concetto principale della CSR, oggetto di numerosi studi e interpretazioni è la reputazione aziendale, che secondo Fombrun e Shanley può essere definita come una “rappresentazione cognitiva di azioni e risultati di un’impresa che si cristallizza nella sua capacità di fornire risultati di valore per gli stakeholder”.

Nasce quindi il tema di capitale reputazionale che viene inteso come una risorsa competitiva che gode delle caratteristiche di rarità e difficile replicabilità in quanto collegato alla percezione, valutazione e fiducia degli stakeholder rispetto alla storia dell’operato aziendale ed anche agli impegni che le imprese si assumono per il futuro. Si nota anche che la reputazione, nonostante sia un beneficio intangibile esterno, porti a vantaggi tangibili interni quali la riduzione dei costi salariali, il ridotto tasso di turnover e un aumento dell’efficienza.<sup>14</sup>

A causa dell’asimmetria informativa tra l’impresa ed i suoi stakeholder, gli investimenti in reputation sviluppano e sostengono la fiducia degli stakeholder verso l’azienda, in particolare le attività di CSR vengono usate come un meccanismo per segnalare le caratteristiche che possono essere importanti per i terzi andando a comunicare come siano stati onorati gli impegni e come siano state soddisfatte le aspettative di diversi attori, fornendo così un presagio sul comportamento futuro. Notevole importanza è data anche alla “safety of employees”, all’impatto sociale della sua

---

<sup>12</sup> Branco M.C. and Rodrigues L.L., 2006, Corporate Social Responsibility and Resource-Based Perspectives, *Journal of Business Ethics*, Vol. 69 [111-132].

<sup>13</sup> Brunella Arru, Marco Ruggieri, 2016, I Benefici della Corporate Social Responsibility nella Creazione di Valore Sostenibile: il Ruolo delle Risorse di Competenza e del Capitale Reputazionale, *Economia Aziendale Online* VOL. 7. 1/2016: 17-41

<sup>14</sup> Nurn C.W. and Tan, G. (2010), Obtaining Intangible And Tangible Benefits From Corporate Social Responsibility, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 6, No. 4 [360-371].

gestione e all'utilizzo di procedure eticamente corrette, in questo modo difatti si ottiene la fiducia dei dipendenti, del mercato e della società.<sup>15</sup>

La CSR è divenuta una tematica rilevante tale da generare attenzione da parte degli organi istituzionali, non a caso nel 2001 la Commissione Europea si è espressa in modo impegnativo su di essa: *“Affermando la loro responsabilità sociale e assumendo di propria iniziativa impegni che vanno al di là delle esigenze regolamentari e convenzionali cui devono comunque conformarsi, le imprese si sforzano di elevare le norme collegate allo sviluppo sociale, alla tutela dell'ambiente e al rispetto dei diritti fondamentali, adottando un sistema di governo aperto, in grado di conciliare gli interessi delle varie parti interessate nell'ambito di un approccio globale della qualità e dello sviluppo sostenibile”* (Green Paper, Bruxelles, 18.7.2001).

Da questa affermazione si può capire che la Commissione Europea recepisce la CSR come una modalità di gestione strategica aziendale che genera dei criteri di conduzione al di sopra dei vincoli legali, e che porta la stessa a livello di un sistema di “governance” delle transazioni e delle relazioni tra l'impresa e i suoi stakeholder<sup>16</sup>.

Per uniformare i filoni di pensiero sono stati sviluppati degli standard che indicano alcune best practises da seguire al fine di fornire un riferimento alle imprese in tema di CSR. Un esempio può essere la norma ISO 26000 che fornisce un quadro di riferimento sul significato della responsabilità sociale, riguardo a sette temi fondamentali quali: Governo dell'Organizzazione; diritti umani; rapporti e condizioni di lavoro; ambiente; corrette prassi gestionali; aspetti specifici relativi ai consumatori; coinvolgimento e sviluppo della comunità.

Altri standard importanti sono: la SA 8000 (Social Accountability 8000) che definisce uno standard internazionale di certificazione redatto dal CEPAA (Council of Economical Priorities Accreditation Agency) volto a certificare alcuni aspetti della gestione aziendale attinenti alla responsabilità sociale d'impresa; l'OHSAS 18001 (Occupational Health and Safety Assessment Series) che identifica un sistema di gestione della sicurezza e della salute dei lavoratori; la ISO 14000 che elenca e definisce una serie di standard internazionali relativi alla gestione ambientale delle organizzazioni; la Ecolabel (etichetta ecologica) che regola un sistema di etichettatura volontario per prodotti al consumo. Il prodotto etichettato «ecolabel» è progettato per limitare al minimo il proprio impatto ambientale in tutto il suo ciclo di vita in un'ottica di sostenibilità.

---

<sup>15</sup> Tencati A. (2002), *Sostenibilità, impresa e performance: un nuovo modello di evaluation and reporting*, Egea, Milano

<sup>16</sup> L. Sacconi, 2004, *Responsabilità sociale come governance allargata d'impresa: Un'interpretazione basata sulla teoria del contratto sociale e della reputazione*, Liuc papers n. 143, suppl. A febbraio 2004

Anche in materia legale il Parlamento Europeo si è espresso riguardo la CSR, andando ad emanare nel 2014 la Direttiva 2014/95/UE, il cui obiettivo è quello di migliorare la trasparenza e l'accountability di alcune grandi imprese sui temi non finanziari; pertanto, per le imprese che rientrano nell'ambito di applicazione della Direttiva, è obbligatoria la rendicontazione sui seguenti ambiti: Ambiente; politiche sociali e legate ai dipendenti; diritti umani ed anti-corrruzione; politiche sulla diversità. Tali imprese sono altresì obbligate a definire un proprio Codice Etico al quale devono attenersi e del quale devono essere a conoscenza tutti i possibili stakeholder al fine di prevenire comportamenti irresponsabili o illeciti da parte di chi opera in nome e per conto dell'impresa stessa.

## 1.2 Il ruolo e l'ambiguità delle agenzie di rating ESG

La principale problematica del rating ESG è la sua ambiguità, causata principalmente dai diversi metodi di scoring applicati dalle diverse agenzie. Nonostante questo, va evidenziato che esse stanno contribuendo fortemente alla promozione dello sviluppo sostenibile includendo i principi della sostenibilità nei loro processi e nelle pratiche di valutazione secondo i criteri ESG.

Analizzando il periodo compreso tra il 2008 e il 2018 si nota come le agenzie abbiano introdotto nuovi parametri di valutazione per l'ottenimento dello scoring al fine di misurare le prestazioni aziendali in modo più accurato e solido. Tuttavia, andando ad analizzare nello specifico i criteri utilizzati, non c'è un'evidente integrazione dei principi di sostenibilità nel processo di valutazione della sostenibilità aziendale.

Con l'incremento degli SRI (sustainable and responsible investment) le agenzie di rating hanno assunto un ruolo sempre più importante diventando un punto di riferimento per le imprese, i mercati finanziari e il mondo accademico per le valutazioni in termini di sostenibilità. Ne è scaturito che non ci si limita ad interpretarle come attori economici, ma anche come attori sociali, ossia attori in grado di avere un impatto sul comportamento degli altri<sup>17</sup>. È comunque necessario che esse integrino l'aspetto "sociale", in quanto se esse si comportano solo da attore economico possono fornire una valutazione travisata andando così a restituire informazioni fuorvianti sulla sostenibilità aziendale.

Tuttavia, gran parte dei meccanismi esistenti per misurare la sostenibilità aziendale non sono adeguati, in quanto alcune valutazioni si basano meramente su informazioni extra-finanziarie mentre altre combinano dati finanziari ed extra-finanziari al fine di valutare la sostenibilità a lungo termine utilizzando informazioni provenienti dalle società stesse attraverso questionari e l'analisi delle informazioni pubbliche esaminate in diverse aree geografiche.

Come detto precedentemente, le agenzie stanno assumendo un ruolo chiave in tema di sostenibilità e di conseguenza, il metodo di scoring adottato può in qualche modo influenzare le scelte strategiche di una società. Oggi, vista la loro posizione, ci si chiede se effettivamente esse contribuiscano allo sviluppo sostenibile integrando nei loro processi e nelle loro pratiche i principi di sostenibilità.

---

<sup>17</sup> Elbasha, T.; Avetisyan, E. A framework to study strategizing activities at the field level: The example of CSR rating agencies. *Eur. Manag. J.* 2018, 36, 38–46.

Analizzando lo stato attuale dei fatti, si riscontra che le agenzie presentino le seguenti problematiche:

- Poca trasparenza: in quanto esse non offrono informazioni complete e pubbliche circa i criteri e il processo di valutazione da loro sviluppato utile al calcolo dello scoring ESG<sup>18</sup>.
- Bilanciamento tra i criteri: i metodi di scoring possono compensare punteggi più alti ottenuti relativamente ad un criterio con punteggi molto bassi relativi ad un altro.
- Commensurabilità: le agenzie possono misurare lo stesso concetto in modi diversi, di conseguenza c'è un rischio di incoerenza delle valutazioni.
- Preferenze degli stakeholder: molte agenzie non tengono in considerazione le aspettative degli stakeholder nelle loro valutazioni.
- Mancanza di un punteggio complessivo: gran parte delle agenzie di rating fornisce una valutazione riguardo i macro-criteri, ma quasi nessuna restituisce una valutazione complessiva, probabilmente perché non vi è un modo oggettivo per pesare l'importanza relativa dei macro-criteri.

Al fine di comprendere le differenze riguardo l'integrazione tra le principali agenzie di rating, è essenziale elencare e descrivere tali principi che sono frutto dell'analisi del lavoro di Munoz e Torres<sup>19</sup> [2018]:

- Prospettiva intergenerazionale: è necessario valutare le azioni poste in essere considerando i loro effetti a lungo termine, di conseguenza è necessario trovare un equilibrio tra il breve e il lungo termine.
- Stakeholder approach: la sostenibilità implica l'identificazione delle attuali esigenze degli stakeholder, le loro aspettative e i bisogni delle generazioni future.
- Dimensioni della sostenibilità e loro equilibrio: la sostenibilità è una tematica che tocca più dimensioni (economico-finanziaria, ambientale e sociale), è quindi necessario riuscire a raggiungere un equilibrio tra le varie dimensioni evitando di dar priorità ad una o sottovalutare il peso di un'altra.
- Life-cycle thinking (LCT): chi prende decisioni dovrebbe assumersi le responsabilità che ne derivano, in quanto il raggiungimento della sostenibilità oltrepassa i confini legali ed

---

<sup>18</sup> Escrig-Olmedo, E.; Muñoz-Torres, M.J.; Fernandez-Izquierdo, M.A. Socially responsible investing: Sustainability indices, ESG rating and information provider agencies. *Int. J. Sustain. Econ.* 2010, 2, 442–461.

<sup>19</sup> Muñoz-Torres, M.J.; Fernández-Izquierdo, M.Á.; Rivera-Lirio, J.M.; Ferrero-Ferrero, I.; Escrig-Olmedo, E.; Gisbert-Navarro, J.V.; Marullo, M.C. An Assessment Tool to Integrate Sustainability Principles into the Global Supply Chain. *Sustainability* 2018, 10, 535.

organizzativi. Questo percorso comporta la gestione degli impatti delle attività upstream e downstream, più facilmente gestibili con un approccio LCT.

Grazie a questi principi, è stato possibile condurre una ricerca al fine di valutare e comparare l'evoluzione di alcune delle più importanti agenzie di rating (Escrig-Olmedo). Tale ricerca è stata condotta nel 2008, anno critico che ha messo in luce la scarsa qualità dei metodi di valutazione delle agenzie di rating e il 2018, anno in cui gli investimenti SRI hanno raggiunto la cifra record di circa 12 trilioni negli USA e circa 11 trilioni in Europa.

Analizzando la dimensione "Environmental" si evince che nel 2008 i criteri maggiormente presi in considerazione dalle agenzie siano stati: la politica/gestione ambientale (100%)<sup>20</sup>, le emissioni (62,5%) e il cambiamento climatico (50%) mentre nel 2018: la politica/gestione ambientale (87,5%), l'uso e la gestione dell'acqua (87,5%) e la protezione della biodiversità (87,5%). Va inoltre evidenziato che nel 2018 sono stati introdotti nella valutazione dei parametri che nel 2008 erano assenti o di poco peso quali: i cambiamenti climatici (75%), le emissioni (75%) e la gestione/riduzione dei rifiuti (75%). L'introduzione di questi nuovi criteri è importante poiché certifica il maggiore interesse per le problematiche ambientali rispetto al 2008.

Riguardo la dimensione "social" nel 2008 i criteri più rilevanti erano lo sviluppo e la formazione del capitale umano (100%), i diritti umani (87,5%) e le relazioni con la comunità (87,5%), mentre nel 2018 sono stati la gestione del lavoro, i diritti umani, la qualità delle condizioni di lavoro e la salute e sicurezza. Emerge quindi un cambiamento volto più alle condizioni del lavoratore che alla sua formazione e alle relazioni che l'impresa ha con la società; tuttavia, continuano a non avere un forte peso i criteri relativi all'etica di mercato e al comportamento dell'azienda.

Infine, soffermandoci sulla dimensione "Governance" nel 2008 come criteri si registrano: le funzioni e i comitati della Corporate Governance (100%), la struttura del board (75%) e le politiche di remunerazione (62,5%). Tali criteri si sono più o meno confermati anche nel 2018, va però segnalata l'inclusione della prevenzione alla corruzione (87,5%), tema molto trascurato nel 2008.

Il problema è comprendere se questi criteri siano coerenti coi principi di sostenibilità. La risposta è soggettiva, in quanto dipende dal modo in cui le singole agenzie di rating abbiano integrato i principi nei loro processi di valutazione. Ripartendo dalle definizioni di Munoz-Torres, è stato possibile condurre un confronto tra le principali agenzie, dove è emerso che, nonostante esse incorporino le dimensioni della sostenibilità, la sua valutazione non è svolta in modo equilibrato. Ad esempio, RobecoSAM non valuta le dimensioni in modo equilibrato perché nella valutazione

---

<sup>20</sup> % relativa alle agenzie che usano il criterio

attribuisce ad ogni dimensione un peso specifico e non è chiaro come sia stato definito. Di seguito è rappresentata una tabella che descrive come le agenzie di rating più importanti integrino i principi di sostenibilità:

<b>Agenzie di rating ESG</b>	<b>Dimensioni della sostenibilità</b>	<b>Equilibrio</b>	<b>Prospettiva intergenerazionale</b>	<b>Stakeholder Approach</b>	<b>Life-Cycle Thinking</b>
REFINITIV	EF EN SO CG	×	✓	×	×
ECP	EN SO CG	✓	✓	✓	×
FTSE Russell ESG Ratings	EN SO CG	✓	×	✓	×
MSCI ESG Research	EF EN SO CG	✓	✓	✓	×
ISS-oekom	EN SO CG	✓	×	✓	×
RobecoSAM	EN SO CG	×	✓	✓	×
Sustainalytics	EN SO CG	×	✓	✓	×
Vigeo EIRIS	EN SO CG	✓	×	✓	×
Agenzie di rating ESG in generale	EF EN SO CG	≠	≠	✓	×

✓ Sì, × No, ≠ Parzialmente e non esplicito, Economico-Finanziaria (EF), Environmental (EN), Social (SO) e Corporate Governance (CG).

Dalla tabella è evidente come quasi nessuna agenzia integri tutti i principi di sostenibilità, confermando di fatto uno dei principali problemi del rating ESG, ossia la sua ambiguità. Va però evidenziato che oggi rispetto al passato vengono presi in considerazione un maggior numero di criteri, che contribuiscono di fatto ad una valutazione più precisa.

Questo processo di miglioramento è sicuramente stato favorito dal maggior interesse del mercato per gli SRI e probabilmente, vista la continua crescita, continuerà nel futuro, nella speranza che sempre più agenzie di rating integrino tutti i principi di sostenibilità.

### **1.3 ESG, la risposta delle imprese italiane ed evidenze dagli studi statistici**

Negli ultimi anni in Italia, nonostante ci sia stato un maggiore interesse per la responsabilità sociale d'impresa, l'impatto statistico in termini di mercato degli investimenti "socialmente responsabili" da parte degli investitori in imprese italiane è risultato essere negativo. Sono stati esaminati gli score ESG di alcune aziende italiane ed è emerso che nell'ultimo decennio c'è stato un generale miglioramento delle pratiche ESG e che sempre più investitori le tengono in considerazione.

Dal punto di vista reputazionale si tende a giudicare l'operato di un'impresa sulla base dello scoring ESG scivolando spesso, come ampiamente descritto nel paragrafo precedente, in errori di valutazione derivanti sia dall'ambiguità del calcolo sia dalla trascuranza di elementi che possono invece influenzare la reputazione aziendale. Proprio per questo accade sovente che non si tenga in considerazione il modo in cui le imprese cerchino di "rispondere" alla chiamata di responsabilità da parte dell'ESG.

Vista la molteplicità di metodi e pratiche con cui un'impresa si affaccia al problema, al fine di scinderle a fattori comuni e renderle comprensibili e confrontabili, è stato condotto uno studio<sup>21</sup> sulle imprese italiane che ha portato a dei risultati che verranno di seguito descritti.

Nel dettaglio si va ad analizzare come le imprese rispondano all'essere soggette a valutazione ESG, quali siano i motivi della loro reazione e se effettivamente ci sia una correlazione tra il rating e la performance economico-finanziaria.

Analizzando le risposte si ha l'opportunità di comprendere se delle valutazioni esterne possano in qualche modo influenzare il processo decisionale e le politiche ESG dell'impresa stessa.

È altresì fondamentale capire le tipologie di risposta in quanto è possibile fare luce sulle implicazioni in termini di sostenibilità che hanno le crescenti quantità di capitale che vengono investite sulla base dei fattori ESG correlati alle imprese<sup>22</sup>.

A seguito di analisi e interviste approfondite con responsabili di aziende italiane è emerso che è possibile classificare le reazioni aziendali in quattro tipologie: conformità attiva, conformità passiva, resistenza attiva e resistenza passiva.

---

<sup>21</sup> Clementino – Perkins, How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy, *Journal of Business Ethics* (2021) 171:379–397

<sup>22</sup> Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103.

Per comprendere al meglio il concetto di “conformità” è necessario valutare come ogni tipologia di ranking o valutazione abbia un impatto sugli aspetti organizzativi dell’impresa. Da questo punto di vista la reattività delle imprese tende a captare le dinamiche derivanti da queste valutazioni al fine di permettere un adattamento a valori, principi e criteri della valutazione stessa<sup>23</sup>.

I meccanismi alla base della reattività sono due: l’autoavverarsi delle profezie intese come processi, ossia che una volta delineata una misura sociale, la reazione è conforme alle aspettative della misura stessa. Il secondo meccanismo è la commensurabilità con la quale vengono misurate e confrontate tra loro le diverse aziende utilizzando una metrica comune. Nonostante le organizzazioni valutate mostrino un certo scetticismo verso i ranking, cercano di reagire con lo scopo di ottenere un buon punteggio, in quanto credono che esso influenzi il processo decisionale degli stakeholder. Proprio per questo, le imprese tendono a prestare maggiore attenzione ai dati e alle metodologie di valutazione al fine di dedicare maggiori risorse alle aree che influiscono di più sullo score.

Un altro aspetto che può spiegare la conformità è il fatto che le imprese spesso cercano di emulare le politiche e le pratiche ESG di altri operatori economici ritenuti influenti o di successo. Riguardo invece ai concetti di “attività” e “passività”, si ritiene che la reazione conforme possa avere natura passiva quando le imprese inconsciamente rispondono a requisiti istituzionali, credenze e modelli. Si parla invece di reazione attiva quando le organizzazioni tendono ad avere risposte proattive e di conseguenza non si limitano a adeguarsi alle pressioni esterne. Le imprese “attive” cercano di sfruttare i vantaggi derivanti dalla CSR al fine di garantirsi una migliore reputazione ottenendo un buon punteggio nei rating ESG e cercando di diventare un “leader” della sostenibilità.

Più complesso invece è il concetto di “resistenza” in quanto le risposte che possono dare le organizzazioni sono diverse e tutte ugualmente significative ai fini di giustificare la loro indifferenza all’esistenza di ranking e valutazioni. Spesso accade che le imprese tendano a interiorizzare dei criteri di valutazione e adeguare di conseguenza la propria politica organizzativa. Altre volte le organizzazioni enfatizzano su degli aspetti trascurati dai ranking cercando di dimostrare la loro superiorità rispetto ai sistemi di valutazione e criticandone i principi cardine. Un altro aspetto da non sottovalutare è che mantenere delle posizioni elevate nei ranking può essere molto oneroso per un’impresa, di conseguenza si opta a non conformarsi.

In questo contesto, l’Italia rappresenta un caso di studio molto interessante in quanto ha un numero elevato di imprese quotate che rispondono in modo abbastanza diverso alle valutazioni ESG. La maggior parte delle imprese italiane risponde alla CSR utilizzando un approccio implicito

---

<sup>23</sup> Espeland, W. N., & Sauder, M. (2007). Rankings and reactivity: How public measures recreate social worlds. *American Journal of Sociology*, 113(1), 1–40.

attendendo le aspettative degli stakeholder più grandi (es. Stato) ma, nonostante ciò, rispetto a Paesi come Germania e Stati Uniti, il dialogo e il coinvolgimento degli stakeholder minori (es. investitori) risulta essere molto elevato.

Sono stati raccolti dati ESG di circa 300 imprese italiane, andando poi ad esaminare nel dettaglio le politiche e le risposte delle 57 aziende col numero più elevato di SRA (garanzia sul rapporto di sostenibilità) e/o col miglior ranking di sostenibilità. I risultati delle ricerche hanno dimostrato una certa eterogeneità delle risposte; tuttavia, emerge una tendenza all'adeguarsi al ranking attraverso modifiche delle modalità di rendicontazione e diffusione per le esigenze informative, dimostrando di fatto una conformità passiva. Ma anche il numero delle risposte proattive è abbastanza discreto confermando l'impegno di imprese che cercano di migliorare i propri punteggi apponendo delle modifiche all'assetto organizzativo e alle politiche in tema di sostenibilità. Inoltre, esistono anche casi di resistenza nei quali si resta indifferenti all'esistenza di queste classifiche.

La maggior parte delle imprese italiane intervistate ammette che il primo meccanismo di risposta attivato è la modifica delle modalità di comunicazione. Si tende quindi a migliorare la trasparenza societaria e a divulgare notizie e informazioni relative a pratiche di sostenibilità che vengono intraprese.

Alcune aziende avevano precedentemente intrapreso politiche attive, ma non avevano pensato di divulgare nessuna notizia in merito fino a che la pressione delle classifiche non è diventata così importante da rendere necessario un certo livello di informativa societaria. Altre sostengono che un fattore molto impattante è la presenza di concorrenti nel proprio settore che osservano e rispondono alle valutazioni, di conseguenza è necessario adeguarsi per tenere il passo. Probabilmente in assenza di questi ultimi, affermano alcune, le classifiche e le valutazioni verrebbero ignorate.

Riguardo le imprese più attive è emersa la loro massima attenzione verso le valutazioni che risultano essere fondamentali agli occhi degli investitori. Con il passare degli anni hanno appreso quali indici e quali agenzie venissero maggiormente presi in considerazione e hanno agito di conseguenza per migliorare la propria posizione. Questa logica non sempre si conferma corretta, in quanto alcuni investitori tendono ad attingere informazioni da più agenzie e tengono in considerazione fattori diversi del rating ESG stesso. Proprio per questo alcune aziende tendono a non concentrarsi su un'unica valutazione, ma guardano a 360 gradi al fine di fare bene quasi ovunque. Su queste evidenze ci sono delle riflessioni da fare, in quanto emerge una certa tendenza ad intraprendere politiche ESG solo a fini reputazionali e non come scelte strategiche mirate ad integrare i valori della sostenibilità nella vita e nell'organizzazione aziendale.

In quest'ottica sembrano più sincere e coerenti le posizioni sostenute dalle imprese che si collocano nell'area della resistenza passiva. Esse ammettono di non aver avviato alcun dialogo con agenzie e altri interlocutori in quanto, a seguito di alcune analisi, non hanno riscontrato la possibilità di ottenere un guadagno economico da eventuali investimenti in politiche ESG. Ammettono inoltre che ritengono poco significativi alcuni aspetti valutati dalle agenzie e che un eventuale miglioramento in quei contesti non porterebbe alcun valor aggiunto in termini di sostenibilità. Di conseguenza risulta essere più etico evitare di piegarsi alle classifiche con un fine puramente economico e non morale, in quanto le imprese per adeguarsi alla sostenibilità subiscono uno stravolgimento dell'assetto e dei processi aziendali.

Una posizione più diplomatica è quella ricoperta da alcune aziende che mettono in atto risposte di resistenza attiva. Esse partono dai presupposti della resistenza passiva, ma assumono un ruolo più attivo interfacciandosi con agenzie e investitori per andare a ridurre il peso di alcuni indici nelle valutazioni per alleggerire la pressione esercitata dalle classifiche stesse.

La maggior parte delle imprese ha confermato la mancanza di un'evidenza statistica tra l'esistenza del ranking ESG e la loro performance in termini di sostenibilità. Solo le aziende più attive hanno affermato l'opposto, anche se alcune di loro hanno ammesso di aver intrapreso iniziative di sostenibilità solo per ottenere punteggi migliori, piuttosto che in termini strategici volti a migliorare le performance aziendali.

In linea generale le risposte da parte delle imprese confermano l'esistenza di pareri e pratiche fortemente discordanti in tema ESG, in linea comunque con le attese dei cultori del problema. L'argomento sostenibilità è sempre stato al centro di un dibattito etico, morale ed economico, di conseguenza l'eterogeneità delle risposte non è che l'ulteriore prova che per alcune imprese prevale il fine etico-strategico e per altre l'aspetto puramente economico, sia in termini di conformità che di resistenza.

Da un punto di vista meramente statistico, la letteratura italiana offre diversi studi condotti sulla verifica di una correlazione tra le performance aziendali e il rating ESG. Anche qui emerge un'eterogeneità dei risultati in quanto alcuni casi dimostrano l'esistenza di una relazione positiva altri invece l'opposto.

Una valutazione abbastanza recente è quella del 2007<sup>24</sup> che analizza l'andamento su base triennale di 25 imprese italiane quotate operanti in differenti settori, ad eccezione di quello bancario e

---

<sup>24</sup> Fiori G, Donato F, Izzo M (2007) Corporate social responsibility and firms' performance. An analysis of Italian listed companies

assicurativo. Lo studio è limitato ad un numero di aziende così basso in quanto fino al 2006 erano solamente queste le imprese che avevano fornito un report CSR e questo ci fa capire che nonostante la tematica nasca negli anni '50, l'attenzione era relativamente bassa. L'obiettivo è stato quello di verificare la correlazione tra il valore d'impresa in termini di prezzo delle azioni con le performance ESG, valutate tenendo in considerazione aspetti quali rispetto per l'ambiente, condizioni dei dipendenti e impatto sociale. I risultati hanno evidenziato che il valore d'impresa non risente dei parametri ESG e questo potrebbe essere dovuto a diversi fattori. Uno dei principali motivi può essere l'ancora scarsa diffusione di pratiche ESG e la conseguente noncuranza da parte degli investitori. Altri limiti possono includere la visione a breve termine degli investitori, opposta a quella delle pratiche CSR oppure, in termini statistici, l'esiguità del campione o l'omissione di alcune variabili che possono spiegare maggiormente il fenomeno.

Uno studio invece più recente e approfondito è quello del 2019<sup>25</sup> che mette in relazione la Disclosure ESG con più variabili quali i costi d'agenzia, le performance economico finanziarie e il rischio. Il campione esaminato inizialmente comprendeva 244 aziende italiane quotate nella Borsa Italiana, ma successivamente sono state escluse dall'analisi 44 società finanziarie e 35 imprese di distribuzione (gas, energia elettrica, acqua ecc.) in quanto detengono un livello di indebitamento e delle normative talmente stringenti da rendere il loro profilo di rischio fortemente differente dalle altre. L'intervallo di tempo osservato è molto ampio, va dal 2001 al 2018 e include 156 imprese. Dal punto di vista del valore d'impresa si sono tenute in considerazione variabili quali il rendimento per gli azionisti, il valore aggiunto e la q di Tobin. Riguardo il rischio si è valutata la volatilità dei rendimenti azionari giornalieri su un anno, la deviazione standard del rendimento delle attività e il beta. Infine, riguardo ai costi di agenzia i driver sono stati il rapporto tra le spese generali e amministrative e le vendite e il rapporto tra il flusso di cassa disponibile e il totale attività. Dall'analisi sono emersi alcuni dati interessanti come, ad esempio, il rendimento totale medio per gli azionisti che risulta essere dell'1,2%, risultato abbastanza simile a quello dell'indice FTSE MIB (1,7%), inoltre in media il valore aggiunto si attesta attorno al 3,6% e la q di Tobin al valore 1,25. Mentre, la volatilità media dei rendimenti azionari giornalieri è risultata essere pari al 2,7% con una mediana del 2,4%, dato coerente con quello per il FTSE MIB (2,5%). Altri dati rilevati sono stati: la deviazione standard del rendimento delle attività (4,1%), il beta medio (1,043, mediana 1,067), il rapporto medio tra le spese di vendita e di amministrazione generale e le vendite (8,1%), il rapporto medio tra cash flow disponibile e totale delle attività (1,4%). Riguardo l'aspetto della Disclosure ESG, l'output non è dei migliori in quanto le imprese monitorate restituiscono una valutazione

---

<sup>25</sup> Rossi-Harjoto, Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency costs: evidence from Italian listed companies, *Review of Managerial Science* (2020) 14:1149–1181

media rilasciata da Standard Ethics compresa tra E+ ed EE-, dati che certificano che le aziende italiane riescono appena a raggiungere la soglia di conformità.

Dall'analisi statistica emerge l'esistenza di una pluralità di correlazioni come, ad esempio, quella positiva tra rating ESG e le performance economiche, nel dettaglio un aumento ordinale delle performance ESG (es. da E a E+) nell'anno precedente comporta un impatto positivo sul rendimento degli azionisti (+0,59%), sul valore aggiunto (+0,237%) e sulla q di Tobin (+0,013).

Riguardo i costi di agenzia emerge una relazione negativa in quanto ad un aumento ordinale delle performance ESG nell'anno precedente corrisponde una riduzione delle spese amministrative e generali (-0,5%) così come una riduzione delle disponibilità liquide (-0,3%).

Un'altra variabile considerata, specialmente nell'ambito del rischio, è l'emanazione dei decreti legislativi 231/2001 e 254/2016, i quali introducono rispettivamente la responsabilità amministrativa dei dirigenti e l'obbligo di informativa per le società italiane quotate riguardo il rischio ambientale, le politiche sociali e dei dipendenti, il rispetto dei diritti umani, la diversità del consiglio di amministrazione ecc. Queste Leggi hanno amplificato la già esistente relazione negativa tra performance ESG e rischio, anche se il decreto del 2016 ha contribuito in modo nettamente inferiore, forse a causa del forte impatto esercitato dal precedente.

In linea generale l'analisi va a confermare dal punto di vista aziendale l'impatto positivo di un miglioramento della valutazione ESG, infatti, ad esso corrispondono l'aumento del valore aggiunto d'impresa, il rendimento degli azionisti e la q di Tobin. Inoltre, la relazione negativa con le spese generali e amministrative conferma che una migliore classificazione ESG consente una riduzione dei costi di agenzia. Infine, anche per le variabili correlate al rischio vi è un rapporto inverso a conferma del fatto che migliori performance ESG consentono una diminuzione dei rischi.

Questo studio rispetto al precedente valuta un numero decisamente maggiore di imprese e di variabili in un intervallo di osservazione molto più ampio, di conseguenza è statisticamente più significativo e dimostra che probabilmente una migliore performance ESG impatta positivamente sull'organizzazione aziendale.

Da discutere invece resta l'entità dell'impatto, in quanto bisogna capire se, tralasciando per un attimo l'aspetto etico, gli investimenti economici a breve e a lungo termine sostenuti dalle imprese trovino un riscontro perlomeno equivalente. Rispondere a questo quesito è abbastanza complesso, anche perché alcune aziende hanno trasformato le politiche etiche in dei driver per la propria visione strategica e di conseguenza risulta difficile comprendere i costi specifici che sostengono.

Per altre invece è più semplice individuarli, ma in questi casi probabilmente l'output potrebbe essere inferiore a causa del fatto che la logica ESG non è loro intrinseca.

Nella decisione di aprirsi alla sostenibilità le imprese si pongono diversi quesiti inerenti ai costi e le tipologie di investimento, i possibili ritorni e soprattutto l'entità del periodo per ottenere dei risultati. Il peso dei costi può variare a seconda del soggetto e della sua logica di investimento; in quest'ambito esistono diverse strategie di investimento che comportano una natura eterogenea dei costi. Per comprendere meglio è possibile utilizzare la seguente classificazione<sup>26</sup>:

1. Costi di cambiamento culturale: sono dei costi molto particolari, in quanto per le imprese è necessario un cambio profondo di mentalità rispetto al tipo di gestione attuale. Essi comprendono tutte le spese utili ad avviare un percorso verso la sostenibilità sociale ed ambientale coinvolgendo sia gli attori interni che esterni all'azienda. Per conseguire gli obiettivi economici, sociali ed ambientali, sia l'imprenditore che i manager devono valutare l'impatto delle proprie scelte e decisioni sui tre ambiti (economico, sociale ed ambientale) e contemporaneamente dialogare con i diversi stakeholder.
2. Costi per la riduzione dell'impatto ambientale: riguardano la riprogettazione del ciclo produttivo dell'impresa al fine di ridurre l'impatto ambientale dell'impresa stessa. Ad esempio, il cambiamento del tipo di fonti energetiche utilizzate o la riduzione/cambiamento dei materiali utilizzati.
3. Costi per le persone: comprendono le spese relative alla formazione del personale sulle tematiche della sostenibilità e tutte le pratiche utili a rendere l'assetto organizzativo più inclusivo e a migliorare il rapporto vita-lavoro.
4. Costi di consulenza: sono le spese inerenti all'acquisizione di sistemi di valutazione dell'organizzazione aziendale. Solitamente ci si rivolge a delle società di consulenza in quanto esse, avendo già vissuto processi di trasformazione, possono fornire strumenti e metodologie idonee ad una buona transizione.
5. Costi di condivisione del potere: sono dei "costi" che l'imprenditore sostiene al fine di rendere l'impresa più partecipativa, riducendo il suo ruolo centrale all'interno dell'organizzazione, e, dando ascolto alle posizioni di tutti i collaboratori.

Solitamente i risultati di questi "investimenti" sono a medio-lungo termine, si parla di almeno 3-5 anni, ma possono consentire un posizionamento competitivo e duraturo. I costi possono però generare anche dei risparmi che possono derivare dal riuso dei materiali o dall'efficientamento

---

<sup>26</sup> Bobbio V. (2020), Quanto costa diventare sostenibili? Racconti di sostenibilità, nexteconomia.org

energetico. Oggi per un'azienda diventare sostenibile è impegnativo, ma può rappresentare un obiettivo utile per vivere in una società migliore e acquisire una nuova capacità competitiva.

## 2. Capitolo 2: Le imprese familiari in Italia – Analisi del contesto

### 2.1 Introduzione all'impresa familiare. La sua presenza e importanza in Italia.

Le imprese familiari rappresentano la forma più antica di organizzazione di impresa e in molti Paesi sono di fatto la base del sistema industriale. Di conseguenza possono essere definite come dei player fondamentali per lo sviluppo occupazionale e la crescita economica di uno Stato. Fatta questa premessa, non è un caso che il 65% del PIL di un Paese come la Spagna sia generato proprio dalle family firm o che il 62% dei lavoratori negli Stati Uniti sia impiegato in questo tipo di organizzazioni<sup>27</sup>.

Non è semplice fornire una definizione univoca per l'impresa familiare in quanto, a seconda degli ambiti, ci sono differenti affermazioni collegate ma non sovrapponibili. In Italia, ad esempio, riguardo l'aspetto giuridico il Codice civile all'art. 230 bis afferma: *“si intende come familiare il coniuge, i parenti entro il terzo grado, gli affini entro il secondo; per impresa familiare quella cui collaborano il coniuge, i parenti entro il terzo grado, gli affini entro il secondo”*. Tuttavia, la logica aziendale prescinde da norme e codici, di conseguenza la letteratura sul tema si è arricchita nel corso degli anni rendendo ancora più difficoltoso lo stabilirsi di un'interpretazione comune.

R. G. Donnelley<sup>28</sup> [1964] interessò alla tematica andando a definire le condizioni che caratterizzano una family firm, più nel dettaglio possiamo trovare:

- Riscoperta dei valori della famiglia nella politica aziendale;
- Presenza di relazioni familiari nella successione aziendale;
- Presenza di familiari nel CdA;
- Relazione tra la posizione ricoperta nell'impresa e il ruolo nella famiglia;
- Ripercussioni sull'impresa di azioni private di un membro della famiglia;

---

<sup>27</sup> Astrachan J.H., Shanker M.C. (2003), “Family Businesses’ Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look”, Family Business Review, 16(3): 211-219

<sup>28</sup> Donnelley, R.G. (1964), “The family business”, Harvard Business Review, Vol. 42 No. 4, pp. 93-105

Una definizione così ricca di parametri risultò essere abbastanza gravosa per evidenziare la natura familiare di un'impresa, di conseguenza furono pochi i professori che decisero di porla alla base dei loro studi.

Successivamente, numerosi studiosi cercarono di fornire delle definizioni che potessero descrivere al meglio il complicato concetto delle family firm. Tuttavia, l'argomento incorpora diversi aspetti che possono essere soggetti a molteplici interpretazioni. Alcuni si sono soffermati sulla proprietà, come Bernard<sup>29</sup> [1975] che affermò che l'impresa familiare è sostanzialmente un'impresa controllata dai membri di una singola famiglia. Anche Barnes & Hershon<sup>30</sup> [1976] confermarono quanto sostenuto da Bernard attribuendo l'aggettivo "familiare" a quelle imprese nelle quali il "controllo" è nelle mani di un singolo individuo o dei membri di una singola famiglia.

Qualche anno più tardi ci si rese conto che, probabilmente, la sola proprietà non fosse un parametro sufficiente a rendere un'impresa "familiare". Di conseguenza vennero valutati nuovi ambiti come l'influenza nelle pratiche e nelle politiche strategiche aziendali che, secondo Davis<sup>31</sup>, rappresenterebbe una condizione sufficiente per acquisire carattere familiare. Lo stesso concetto venne sostenuto da Pratt che arricchì il lavoro di Davis specificando in che modo le famiglie possono esercitare la loro influenza sull'organizzazione (legami di parentela, ruoli dirigenziali e controllo della proprietà).

Negli anni, anche il concetto di proprietà si allargò, consentendo di fatto ad imprese controllate da "una o più famiglie" di essere definite come "familiari", come sostenuto da Dreux<sup>32</sup>[1990].

Altri studiosi, invece, diedero delle vere e proprie percentuali di proprietà che potessero giustificare la natura familiare dell'impresa. Un esempio è quello di Donckels e Frohlich<sup>33</sup> [1991] che reputarono necessario possedere almeno il 60% dell'equity mentre, secondo Leach<sup>34</sup>, era sufficiente possedere più del 50% delle azioni con diritto di voto.

Dal punto di vista aziendale è possibile affermare che la maggior parte di queste definizioni soffre di una visione un po' troppo limitante rispetto ai più ampi concetti che ruotano attorno al tema delle family firm.

---

<sup>29</sup> Bernard, B. (1975). The development of organization structure in the family firm. *Journal of General Management*, Autumn, 42-60

<sup>30</sup> Barnes, Hershon (1976). Transferring power in the family business. *Harvard Business Review*. 54(4) 105-114

<sup>31</sup> Davis, P. (1983). Realizing the potential fo the family business. *Organizational Dynamics*, 12(1) - 47-56.

<sup>32</sup> Dreux D. R., IV. (1990). Financing family business: Alternatives to selling out or going public. *Family Business Review*. I (3), 225-243

<sup>33</sup> Donckels, R. & Frohlich, E. (1991). Are family businesses really different? European experiences from STRATOS, *Family Business Review*. 4{2). 149-160

<sup>34</sup> Leach, P. (1990) *Managing the family business in the U.K.: A Stoy Hayward survey in conjunction with the London Business School*, London: Stoy Hayward

Per rendere maggiormente riconoscibili e definibili le imprese familiari, gli studiosi Chua, Chrisman e Sharma, cercarono di fornire una definizione teorica che fosse incentrata su un aspetto più astratto come il comportamento. Essi confermarono la presenza di una certa ambiguità delle combinazioni che possono rendere un'impresa "familiare", affermando di fatto che società con lo stesso coinvolgimento delle famiglie nella proprietà e nella gestione potevano considerarsi o meno family firm e che soprattutto potevano comportarsi o meno come tali. Secondo la loro visione, la natura familiare di un'impresa deve prescindere dal coinvolgimento dei componenti della famiglia. Con questa affermazione non intendono sostenere che i componenti non siano necessari, anzi insistono sul fatto che, essendo la loro una definizione teorica, bisogna concentrarsi sull'aspetto astratto che differenzia le imprese familiari dalle altre e non su quello sostanziale. In tal senso, i componenti della famiglia devono agire per conseguire uno scopo comune. Essi affermano letteralmente che: *"L'impresa familiare è un'impresa governata e/o gestita con l'intenzione di plasmare e perseguire la visione dell'impresa detenuta da una coalizione dominante controllata da membri della stessa famiglia o da un piccolo numero di famiglie in modo potenzialmente sostenibile attraverso le generazioni della famiglia o delle famiglie"*<sup>35</sup>. Questa visione riguarda l'aspettativa della famiglia di raggiungere, per mezzo dell'impresa stessa, uno status migliore. La loro definizione va oltre il concetto di proprietà, in quanto anche un gruppo familiare minoritario può influenzare la coalizione dominante per plasmare la propria visione. Naturalmente, se si ha il controllo dell'impresa, perseguire questo scopo e dargli continuità nel tempo risulta più semplice. È stato inoltre elaborato un indice<sup>36</sup> utile a definire il grado dell'influenza che la componente familiare ha sulle decisioni strategiche dell'impresa. Quest'ultimo prende il nome di "Scala F-PEC" e si basa su tre dimensioni: potere (power), esperienza (experience) e cultura (culture). Riguardo il potere è possibile affermare che una famiglia esercita la sua influenza tramite l'entità della proprietà, il coinvolgimento nella gestione e la Governance. In merito ad esso, uno degli autori (Klein) afferma che *"in sostanza, l'influenza è considerata se la famiglia possiede la totalità delle azioni o, in caso contrario, se la mancanza di influenza sulla proprietà è compensata dall'influenza sulla Governance o dall'influenza esercitata attraverso il management"*.

In merito all'esperienza si sostiene che sia un fattore fortemente influenzato dalle successioni, che raggiungono il loro apice tra la prima e la seconda generazione. Di conseguenza i successivi

---

<sup>35</sup> Chua, Chrisman, Sharma (1999) - Defining the Family Business by Behavior – Entrepreneurship Theory and Practice 23 (4): 19–39

<sup>36</sup> Astrachan, Klein, Smyrnios (2005) - The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory - Entrepreneurship: Theory and Practice

passaggi a partire dalla seconda generazione apportano un contributo all'esperienza via via meno significativo, rendendo di fatto il processo non lineare.

Infine, riguardo la dimensione della cultura si considera l'insieme dei valori che vengono riconosciuti da tutti i componenti dell'organizzazione. Sostanzialmente l'indice va a valutare in che modo avviene la sovrapposizione tra i valori aziendali e quelli della famiglia. Tale processo risulta abbastanza difficile, non a caso esistono diverse scuole di pensiero riguardo al modo in cui si acquisiscono dei valori e uno degli autori, in un suo precedente studio, aveva dimostrato che l'acquisizione richiede dei tempi abbastanza lunghi. Naturalmente la sovrapposizione di questi valori dipende anche dal modo in cui la famiglia influenza le decisioni di business. Accade sovente che una generazione attuale non rispecchi i valori aziendali che però coincidono con i valori della generazione precedente. Tutto questo conferma l'importanza in questo processo del ruolo assunto dalla componente familiare e dei tempi necessari al suo sviluppo. In linea generale questo strumento riesce a fornire un risultato frutto della standardizzazione di diverse posizioni teoriche e del confronto di diversi tipi di dati.

Sicuramente la ricerca di un comun divisore tra le varie teorie e interpretazioni sulle family firm ci conferma la natura abbastanza complicata dell'argomento e la necessità da parte del mondo sia accademico che economico di convergere verso una certa omogeneità.

Dopo aver enunciato i diversi contributi sulla tematica e aver fatto un quadro inerente alla natura e alle definizioni dell'impresa familiare, ai fini di questa tesi è necessario altresì comprendere la sua rilevanza nel panorama economico-sociale italiano.

In un report<sup>37</sup> del 2022 si evince che il 65,7 % delle imprese italiane con un fatturato superiore ai 20 Mln di euro ha natura familiare. Se includiamo anche quelle con fatturato inferiore ai 20 Mln questo valore raggiunge circa l'85%, non è quindi un caso che le family firm siano considerate la colonna portante del sistema economico italiano.

Il successo di questo tipo di imprese molto spesso è frutto del coinvolgimento attivo dei talenti delle differenti generazioni, come sostenuto anche da Klein. Proprio per questo il panorama imprenditoriale italiano nei prossimi anni verrà messo alla prova in quanto si attesta che circa il 43% dei CEO sia ultrasessantenne. In effetti, si troveranno di fronte al più grande problema che affligge questo tipo di azienda, ossia la successione. I passaggi generazionali spesso non tengono in considerazione il matching tra i valori dell'azienda e quelli dei nuovi manager, causando spesso l'interruzione di eventuali rapporti esterni che l'impresa intratteneva prima del passaggio. Nella

---

<sup>37</sup> Corbetta G., Quarato F. (2022) – XIII Osservatorio AUB

nostra cultura è frequente nutrire un pregiudizio negativo sul capitalismo familiare; tuttavia, ci si dimentica spesso di quanto sopra descritto, trascurando l'apporto economico e occupazionale che queste imprese offrono.

Vista l'importanza e la considerazione della famiglia nel tessuto sociale italiano, nel nostro Paese è ancora più arduo mantenere un equilibrio tra il bene della famiglia e il bene dell'impresa<sup>38</sup>. Da questo punto di osservazione l'Italia è un Paese tradizionalista in cui i passaggi risultano prevalentemente essere intra-familiari, a differenza di quanto accade in Francia e in Germania dove c'è più separazione tra management e proprietà. Questo fenomeno per le nostre imprese può essere al tempo stesso una minaccia o un'opportunità. Se i nuovi manager della famiglia sono capaci, forniscono un apporto più che proporzionale in quanto guidati da una maggiore motivazione. Quando invece non sono abili, sarebbe preferibile affidare la guida dell'impresa a professionisti esterni che riescano ad avere un coinvolgimento più razionale e meno emotivo.

Queste ultime considerazioni confermano di fatto quanto sia difficile definire una family firm, poiché a seconda dei contesti economico-sociali, sfogliando la letteratura, un'impresa potrebbe contemporaneamente avere o meno natura familiare. In quest'ambito il caso Italia sembra orientato verso il parere degli studiosi che considerano familiari quelle imprese in cui non c'è separazione tra management e proprietà, in quanto modello prevalente. Tuttavia, dal punto di vista giuridico-statistico il concetto è ovviamente sostanziale perché l'unico modo per distinguere le family dalle non family firm è la natura della proprietà. In tal senso la Commissione Europea nel 2009 si è espressa per la definizione ufficiale<sup>39</sup> di questa tipologia di imprese:

*“Un'impresa, di qualsiasi dimensione, è un'impresa di famiglia, se:*

- *la maggioranza dei poteri decisionali è in possesso della persona fisica (delle persone fisiche) che ha (hanno) fondato l'impresa, o in possesso della persona fisica (delle persone fisiche) che ha (hanno) acquisito il capitale sociale dell'impresa, o in possesso dei loro coniugi, genitori, figli o eredi diretti dei figli;*
- *la maggioranza dei poteri decisionali è indiretta o diretta;*
- *almeno un rappresentante della famiglia o parente è formalmente coinvolto nella governance della società;*

---

<sup>38</sup> Sciascia S., prof. Univ. LIUC, Intervista Financial Times

<sup>39</sup> European Commission (2009) Final report of the expert group overview of family–business–relevant issues: Research, networks, policy measures and existing studies.

- *le imprese quotate rispettano la definizione se la persona che ha fondato o ha acquisito la società o i loro familiari o discendenti possiedono il 25% dei poteri decisionali affidatigli dal loro capitale sociale”.*

In questa definizione si evince la volontà della Commissione Europea di considerare familiari, indipendentemente dalla dimensione e dal settore di appartenenza, le imprese in possesso di determinate caratteristiche, come la percentuale di azioni detenute dalla famiglia, il coinvolgimento diretto nella gestione dell’azienda, e la detenzione della maggioranza dei diritti decisionali.

Come già affermato, da un punto di vista sostanziale non esistono definizioni univoche di family firm. Questo è comprensibile in quanto, come vedremo successivamente, ogni impresa familiare meriterebbe uno studio a sé valutando degli aspetti che verranno trattati nei paragrafi successivi. Tuttavia, esistono diverse scuole di pensiero che permettono, una volta analizzati i singoli casi, di fare una valutazione soggettiva sull’entità dell’impronta familiare sull’impresa. In merito all’ambito giuridico risultava necessario fare chiarezza e in questo senso i singoli ordinamenti e l’Unione Europea hanno cercato di uniformare la tematica per offrire un quadro di riferimento utile a tutti gli stakeholder.

Nel paragrafo successivo verrà introdotto il concetto di Corporate Governance, elemento necessario per comprendere il funzionamento dell’organizzazione aziendale e identificare le differenze tra le family e non family firm.

## **2.2 Introduzione sulla Corporate Governance**

Il concetto di Corporate Governance ricopre una forte importanza per l’intero ecosistema aziendale. Nel corso degli anni la sua rilevanza è cresciuta anche grazie alla contemporanea ascesa del tema della separazione tra proprietà e controllo. Con il termine Corporate Governance ci si riferisce al “sistema di leggi e meccanismi attraverso cui le imprese sono gestite e controllate con lo scopo di monitorare i comportamenti del management e degli amministratori mitigando il rischio di conflitti di agenzia”<sup>40</sup>. Questa definizione è abbastanza recente, ma, racchiude analiticamente e sostanzialmente il significato puntuale della Corporate Governance. La tematica in realtà non è nuova ed è stata ampiamente trattata nel corso degli anni da numerosi studiosi ed economisti. Una prima interpretazione risale addirittura ad Adam Smith, considerato il padre dell’economia classica, che introdusse il principale problema connesso alla Corporate Governance. Secondo l’economista la non coincidenza tra chi gestisce e di chi possiede l’organizzazione aziendale rappresenta la

---

<sup>40</sup> Sifuna A.P. (2012), “Disclose or Abstain: The Prohibition of Insider Trading on Trial”, Journal of International Banking Law and Regulation, 27, 9.

principale causa di potenziale conflitto d'interessi tra proprietà e controllo. Tale affermazione sembrerebbe un'ovvietà, tuttavia costituisce la ragione di fondo per cui si è alla continua ricerca di leggi e meccanismi che possano ridurre o eliminare i problemi di agenzia.

Come già affermato, gli studi e le interpretazioni sul tema sono stati numerosi, ma sembra più opportuno evidenziare quelli che hanno maggiormente contribuito all'analisi di diversi ambiti della tematica e non limitatamente alla definizione.

Precedentemente abbiamo citato i problemi di agenzia e, in merito ad essi, gli economisti Jensen e Meckling [1976]<sup>41</sup> decisero di fare un approfondimento che ancora oggi funge da colonna portante nell'ambito degli studi sulla Corporate Governance, la struttura proprietaria e la condotta manageriale. Nell'analisi della struttura proprietaria è emerso che il manager tende a comportarsi in maniera diversa a seconda del suo coinvolgimento in termini di proprietà nell'azienda. È in quest'ambito che definiamo il concetto di benefici non monetari, ossia quei benefici che nascono in capo alla posizione manageriale come, ad esempio, il potere e il prestigio. Tali benefici sono strettamente personali e quando il manager è anche proprietario il loro relativo costo viene interamente e indirettamente sostenuto dal manager stesso. Tuttavia, se il manager è un insider e detiene una quota di minoranza dell'impresa, gode del 100% dei benefici non monetari a lui collegati, ma paga di fatto la quota percentuale relativa ai suoi diritti di proprietà. Questo rappresenta un rischio per l'impresa, in quanto il manager è tentato di aumentare tali costi in quanto ne sostiene un esborso decisamente inferiore rispetto all'utilità che ne trae, di conseguenza si verifica un'inefficienza ex-post nota con il termine di "consumption of the job".

Il manager insider, naturalmente, detiene anche dei benefici monetari (es. utili) relativi al suo grado di proprietà, il cui relativo costo è da lui interamente sostenuto, ma viene ricompensato solo in rapporto alla sua percentuale di proprietà. Di conseguenza il manager è tentato a ridurre i suoi sforzi per aumentare il valore della società generando un'inefficienza ex-ante nota come fenomeno di "shirking". Essendo quindi il beneficio totale per il manager dato dalla somma di benefici monetari e non, egli tenderà a massimizzare quelli non monetari (privati) a discapito di quelli monetari (pubblici). Da questo punto di vista, le family firm potrebbero arginare i rischi, proprio perché tendono spesso a non affidare la direzione a soggetti insider o totalmente esterni.

Inoltre, l'introduzione di questo tema risulta fondamentale per capire uno dei principali problemi connessi alla separazione tra proprietà e controllo e ragionare sul perché negli anni siano stati introdotti dei meccanismi per limitare i rischi della Corporate Governance. Tali meccanismi

---

<sup>41</sup> Jensen-Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3 (1976), pp 305-360.

possono essere sia interni che esterni e sono frutto del contributo negli anni da parte di diversi studiosi ed economisti. Essi mirano alla riduzione dei rischi connessi alla divergenza tra gli interessi di chi gestisce e di chi investe.

I meccanismi esterni derivano da alcune condotte che possono essere tenute soggetti terzi all'impresa (es. mercato) che generano di fatto nel manager un incentivo allo sforzarsi al massimo delle proprie possibilità mettendo al primo posto i benefici collettivi (pubblici). Un esempio è la "scalata", ossia il tentativo di un'azionista di minoranza o di un soggetto terzo di riuscire ad acquisire il controllo della società, rappresentando di fatto una minaccia per il management che potrebbe essere sostituito dal nuovo entrante. Questa pratica risulta comunque costosa poiché per attuarla è necessario raccogliere molti fondi e sostenere diversi costi (legali, organizzativi ecc.). Un'alternativa alla scalata potrebbe essere la cosiddetta "proxy fight" ossia la battaglia per le deleghe, attraverso la quale un soggetto cerca di ottenere il maggior numero di deleghe da parte degli azionisti di minoranza al fine di poter esercitare pressione sul management. Bisogna aggiungere che quanto sopra descritto risulta veritiero se esiste ed è efficace il "market for corporate control". Questo concetto fu coniato da Manne<sup>42</sup> [1965], il quale pose l'attenzione sull'esistenza di un mercato per il controllo e sull'importanza della condotta aziendale: in forza di tale mercato, *"più basso è il prezzo delle azioni (valore dell'impresa), rispetto a quello che potrebbe essere con una gestione più efficiente, più attraente diventa l'acquisizione per coloro che credono di poter gestire la società in modo più efficiente. Il potenziale ritorno dall'acquisizione di successo e dal rilancio di un'azienda mal gestita può essere enorme"*.

La competizione sul mercato dei manager rappresenta un ulteriore meccanismo esterno in quanto introduce il concetto di reputazione che funge da driver per la selezione e il mantenimento dei manager più talentuosi e competenti. Sempre in quest'ambito può risultare utile la pratica "pay for performance" e cioè il pagamento del manager in funzione dei risultati ottenuti al fine di incentivare lo stesso allo sforzo massimo.

Un altro meccanismo esterno molto complesso e articolato è il contesto istituzionale che è rappresentato dalla combinazione di molteplici fattori che influenzano la condotta aziendale e del manager. Tra gli elementi più importanti senza dubbio vi è il sistema legale di un Paese che va a definire l'ambito di tutela dei diritti di proprietà, degli azionisti e dei creditori. Inoltre, una notevole importanza è ricoperta dal Diritto Commerciale che va a definire diritti e obblighi dell'impresa e delimita di conseguenza lo spazio di azione dell'impresa e del manager. Tuttavia, sempre in

---

<sup>42</sup> Manne (1965) - Mergers and the Market for Corporate Control - The Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2. (Apr. 1965), pp. 110-120

quest'ambito, è collegato anche il law enforcement di un sistema giuridico: minore sarà la sua efficacia e maggiore sarà l'incentivo del management a deviare su determinate tematiche. Sempre dal punto di vista giuridico sono stati introdotti dei Codici di Autodisciplina al fine di regolare la "buona condotta" aziendale e dei manager. Essi furono recepiti con dei Codici ad hoc da parte dei singoli Stati (es. Codice Preda in Italia) e agli albori furono solamente adottati dalle aziende su base volontaria; tuttavia, la loro introduzione esercitò un ruolo di pressione sociale in quanto le imprese che non vi aderirono, vennero viste con sospetto, come se avessero qualcosa da nascondere.

Al fine di disciplinare il management le imprese possono inoltre ricorrere a dei meccanismi interni di Corporate Governance. Sicuramente uno dei principali strumenti è la composizione del Consiglio di Amministrazione (CdA), la sua struttura è fondamentale per la Corporate Governance in quanto può favorire o meno il controllo del management, tuttavia approfondiremo il tema successivamente.

Un altro meccanismo è la retribuzione dei manager: come precedentemente affermato il mercato e la reputazione dei manager rappresentano l'aspetto legato al mondo esterno, mentre la decisione di un determinato schema di retribuzione, come il sopradescritto pay for performance, rappresenta per l'impresa uno strumento interno efficace per incentivare il management.

Anche il debito svolge un ruolo disciplinante per il manager poiché deve essere obbligatoriamente rimborsato, di conseguenza un alto livello di indebitamento potrebbe rappresentare una minaccia di fallimento. Tutto questo spinge il manager a svolgere la sua funzione in maniera efficiente selezionando progetti più sicuri e desistendo dallo sfruttamento dei benefici privati. Tuttavia, il debito riduce la discrezionalità del manager nella scelta degli investimenti, proprio per questo alcune volte è influenzato a optare per scelte cautelative sul piano del rischio, ma con rendimenti più bassi. Tutto ciò può di fatto rappresentare una perdita di opportunità.

In linea generale una buona Corporate Governance rappresenta spesso un fattore fondamentale per uno sviluppo economico sostenibile in quanto migliora la performance delle imprese e aumenta la loro possibilità di accesso al mercato dei capitali. È possibile affermare che essa si basa su tre elementi chiave<sup>43</sup>:

- le decisioni che definiscono la direzione strategica di un'impresa, ossia gli investimenti di lungo termine, le potenziali fusioni ed acquisizioni e la pianificazione della successione del senior management;
- azioni e procedure necessarie per il controllo del management da parte della proprietà,

---

<sup>43</sup> Baschieri G. (2014) – L'impresa familiare pp 196

- le interazioni tra gli stakeholder.

In questo contesto è necessaria una chiara definizione dei ruoli, dei diritti, dei doveri e delle aspettative di ogni soggetto che è implicato nell'ampio processo della governance d'impresa.

Dal punto di vista formale e organizzativo, l'ordinamento italiano va a definire tre diversi "modelli" di corporate governance ossia tradizionale, monistico e dualistico.

Il modello tradizionale è quello più utilizzato e prevede una struttura composta da Consiglio di Amministrazione svolge la funzione direttiva e da un Collegio Sindacale che si occupa della funzione di monitoraggio del primo. Entrambi gli organi vengono nominati dall'assemblea dei soci e dimostrano la volontà della proprietà di affidare il compito della gestione ad un determinato gruppo di soggetti e la contemporanea necessità di un controllo dello stesso da parte di un organo indipendente che si faccia garante degli interessi della proprietà stessa.

Il modello monistico è tipico delle imprese anglosassoni e prevede che l'assemblea dei soci nomini solamente il Consiglio di Amministrazione, il quale indica l'organo che si occupa della funzione di controllo (Comitato di controllo sulla gestione). Tuttavia, il rischio di influenza tra i due organi è elevato in quanto è il controllato a nominare il controllore, proprio a causa di ciò viene spesso incaricato un revisore esterno che vigila sull'operato di entrambi gli organi.

Il sistema dualistico prevede invece che l'assemblea dei soci nomini prima l'organo che si occupa del controllo (Consiglio di Sorveglianza) che a sua volta si occupa della scelta dell'organo di gestione (Consiglio di Gestione). Anche qui vi è un rischio di non indipendenza, tuttavia le maggiori responsabilità sono attribuite all'organo di controllo che si deve, quindi, fare garante di un assetto organizzativo adatto ad una gestione efficiente, sempre rimanendo in linea con le più ampie direttive strategiche dell'organo di gestione stesso, che altrimenti diverrebbe superfluo.

In tutti i modelli entrambi gli organi hanno dei ruoli fondamentali per il corretto funzionamento dell'organizzazione aziendale. Si evince inoltre la necessità di un continuo monitoraggio della gestione che, oltre che dall'organo di controllo, può essere favorito da alcuni accorgimenti. In precedenza, relativamente ai meccanismi interni di governance, non era stato approfondito il ruolo del CdA in quanto era prima necessario comprendere il suo ruolo e importanza nei diversi modelli. Una buona struttura del CdA rappresenta il primo strumento a supporto del controllo, essa solitamente si avvale di amministratori con diversa natura (esecutivi e non, con o senza azioni, indipendenti ed esterni). In questo contesto, gli amministratori indipendenti fungono da meccanismo interno per un migliore controllo. Per l'assunzione di tale ruolo, essi devono rispondere a determinati requisiti come, ad esempio, l'assenza di rapporti commerciali o

professionali con la società, la non appartenenza al CdA di società controllate dall'azienda, l'assenza di legami con la società di revisione ecc.). Nonostante l'importanza che ricoprono gli indipendenti, la natura di questi requisiti rende un po' ambiguo il concetto di indipendenza, poiché non è chiaro se quest'ultima sia più tendente verso la direzione o la proprietà. Naturalmente ci si aspetta che l'indipendenza sia verso la gestione, purtroppo accade spesso che essi siano facilmente corruttibili attraverso la concessione di benefici privati.

In conclusione, è evidente che la Governance e la scelta relativa alla tipologia e alla composizione degli organi di controllo e di gestione siano fondamentali per il buon funzionamento dell'organizzazione aziendale e per lo sviluppo sostenibile delle performance in ambito economico-finanziario.

Nel paragrafo successivo ci occuperemo nel dettaglio delle family firm e del loro approccio alla Corporate Governance e analizzeremo anche delle evidenze statistiche sulla scelta di determinate strutture.

## **2.3 La Corporate Governance nelle imprese familiari e le evidenze statistiche.**

Come evidenziato, una buona governance è essenziale per l'efficacia e l'efficienza della gestione aziendale. Relativamente alle family firm la tematica assume un ruolo comunque fondamentale ma leggermente differente in quanto, a seconda del grado d'intensità della proprietà familiare, l'importanza del controllo potrebbe assumere una forma diversa nelle logiche aziendali. In questa tipologia di aziende accade spesso che gli organi di gestione e controllo coincidano, se non dal punto di vista formale sicuramente in quello sostanziale. Non è un caso che nel corso degli anni si siano verificati degli episodi in cui la Governance (a livello del controllo) si sia dimostrata inadeguata, avallando in maniera fraudolenta le scelte della direzione. Questi casi fecero scalpore sia per la mole di soggetti investitori/creditori coinvolti sia per la grandezza e importanza delle aziende coinvolte. Nel 2003 si ricorda il più grande crac finanziario per un'impresa privata mai registrato in Europa, ossia quello della società italiana Parmalat, che avvalendosi di una governance collusa mascherò per anni i dati economico-finanziari commettendo di fatto il reato di falso in bilancio e truffando moltissimi investitori. Un caso abbastanza simile è quello della società Cirio dove, analogamente al precedente, la direzione ha tenuto di fatto una condotta fraudolenta al fine di nascondere lo stato reale dell'impresa generando delle perdite per molti risparmiatori. Ad ogni modo analizzeremo nel dettaglio il caso Parmalat al termine del capitolo successivo.

Senza dubbio il capitalismo familiare italiano ha influenzato e continua a influenzare la corporate governance delle nostre imprese<sup>44</sup>. Solitamente nelle non family firm i ruoli sono ben definiti, mentre nelle familiari un singolo soggetto si trova spesso a svolgere direttamente o indirettamente più mansioni contemporaneamente, generando di fatto una struttura di governance assai complessa.

Una problematica molto comune riguarda il trattamento degli amministratori non familiari che, nonostante gli sforzi, hanno maggiori difficoltà a raggiungere posizioni più apicali. Tutto questo può ledere la loro motivazione e performance e indirettamente l'impresa stessa che potrebbe avere successivamente difficoltà per attrarre dei manager competenti. Nel momento in cui si incaricano di maggiori responsabilità gli amministratori esterni, nella proprietà cresce il timore di perdere il controllo direzionale della società<sup>45</sup>, proprio per questo non si tende a farlo.

Maggiori sono le divergenze sulle linee di direzione tra amministratori familiari ed esterni, maggiore è l'impatto negativo sul Consiglio di Amministrazione. Tutto ciò compromette il suo buon funzionamento e genera dei rischi sulla continuità aziendale, confermando che se il sistema di governance implementato non è adeguato, il tasso di fallimento cresce in maniera considerevole.

Visto che la caratteristica che differenzia le family dalle non family firm è proprio la matrice familiare, una buona struttura di governance<sup>46</sup> dovrebbe delinearci sulla base dei seguenti obiettivi:

- trasmettere i valori, la mission e la vision dell'impresa a tutti i componenti della famiglia;
- comunicare regole e decisioni che possono influenzare il lavoro dei membri della famiglia, la distribuzione dei dividendi e altri benefici ottenibili tramite l'impresa;
- informare puntualmente e costantemente tutti i membri della famiglia sugli obiettivi raggiunti e sulla direzione strategica dell'attività;
- definire i metodi di comunicazione formale;
- implementare un sistema che permetta alla famiglia di gestire in modo condiviso le decisioni necessarie.

Da un punto di vista conflittuale c'è la tendenza di affermare che la natura familiare va a ridurre o eliminare il problema dei costi di agenzia. In primo luogo, la riduzione, se presente, è dovuta alla maggior concentrazione della proprietà; secondariamente i costi di agenzia esistono, ma rispetto alle imprese tradizionali, hanno una natura differente che è ancora oggetto di numerosi studi. Come

---

<sup>44</sup> Dall'Occhio M., Tzivelis D., Vinzia M.A. (2010) "Capital structure: The Italian market perspective", *Chinese Business Review*, 9, 5

<sup>45</sup> Sirmon D.G., Hitt M.A. (2003), "Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4): 339-358.

<sup>46</sup> Baschieri G. (2014) – L'impresa familiare pp 196

abbiamo visto nel dettaglio un costo di agenzia è rappresentato dalle divergenze tra i benefici del manager e quelli della proprietà; tuttavia, nel caso familiare se il manager è un componente della famiglia, il suo beneficio privato non è economico, bensì è legato allo sforzo che egli sostiene per l'impresa e il modo in cui si identifica con essa. Gli interessi del management e della proprietà coincidono quando l'impresa, oltre che a raggiungere i suoi obiettivi economici, riesce a far indirettamente legittimare la famiglia nel contesto economico-sociale, fungendo come incentivo allo sforzo per il management stesso.

Per questa tipologia di imprese risulta complicato evidenziare un sistema o una pluralità di sistemi ottimali/frequenti in quanto ogni caso merita particolare attenzione e nell'analisi dello stesso è necessario tenere in considerazione parametri come il grado di coinvolgimento della famiglia sia a livello formale che sostanziale e la natura del CEO.

L'analisi di questi aspetti ha dato origine, come ci si attendeva, a dei risultati eterogenei. Tuttavia, è possibile riscontrare dei tratti comuni su alcune pratiche e assetti organizzativi che hanno permesso una classificazione<sup>47</sup> dei sistemi di governance delle family firm: *family-centered*, *market-oriented*, *investor-centered*.

Quando la presenza della famiglia nella proprietà, nel governo e nella gestione è di tipo esclusivo, si parla di sistema family-centered. In questo contesto la famiglia ha un ruolo dominante nel governo dei processi, nella scelta delle risorse e delle competenze. Se i componenti del nucleo familiare non sono idonei ai ruoli affidatigli, questo tipo di assetto potrebbe causare un ostacolo alla crescita e allo sviluppo dell'impresa. Mentre, se sono competenti, vi è un effetto positivo a causa della maggiore motivazione e dell'allineamento tra i valori familiari e imprenditoriali, che genera dei risultati migliori. Il tratto distintivo di questo sistema è la coincidenza dei valori della famiglia con quelli dell'impresa che la rende non paragonabile con le altre imprese. In altre parole, analizzare la famiglia è la stessa cosa di analizzare l'impresa e viceversa.

I modelli market-oriented si distinguono per il mantenimento della proprietà familiare in toto, ma con il supporto di un management esterno al nucleo familiare. In teoria, questa condizione è simile a quella di aziende non familiari nelle quali la struttura proprietaria è accentrata, mentre la governance è affidata a soggetti esterni di alto profilo. In verità, anche questo caso è analogo a un tipo di governo familiare perché sovente, al manager, non vengono affidati compiti strategici; talvolta egli deve mettere in linea i vantaggi della governance con quelli della proprietà. Infine, il

---

<sup>47</sup> D'Allura, Faraci (2018) – Le imprese familiari. Governance, internazionalizzazione e innovazione

ruolo del manager è atto a integrare i valori che rappresentano l'impresa familiare nel proprio territorio.

I modelli investor-centered si riferiscono a quei casi in cui nella famiglia sono presenti soggetti terzi che in ogni caso non ne cambiano la governance. Questa apertura può avvenire, ad esempio, se la famiglia non riesce a confrontarsi con altri soggetti e quindi alcuni soci cedono la quota a terzi, o magari c'è bisogno di nuovi beni e ci si rivolge al di fuori del nucleo familiare. Questo cambiamento della composizione proprietaria della family firm porta a una snaturalizzazione della stessa in quanto tutto diviene più formale a cominciare dalla partecipazione di soggetti esterni al CdA, alla rendicontazione e al potere decisionale. Vengono meno così gli interessi, le tradizioni e gli obiettivi della famiglia rispetto a quelli dell'azienda. Ci si può chiedere, a tal proposito, se in questi casi è giusto parlare ancora di governance familiare e di quanto questo modello possa condizionare gli scopi economici degli investitori riuscendo a combinare i lati positivi della family firm con gli interessi dei suddetti.

Al fine di avere un riscontro analitico sugli spunti che la Corporate Governance offre, possiamo analizzare uno studio del 2008<sup>48</sup> realizzato su delle family firm italiane. L'obiettivo è stato quello di ottenere dei risultati empirici riguardo quattro aspetti legati alla governance: la composizione del board of directors (CdA), il coinvolgimento dei membri non familiari nel management, la qualità del decision-making e l'orientamento all'Agency Theory o alla Stewardship Theory. Il campione era inizialmente formato da 121 family firm italiane, ma solo 30 hanno restituito i dati necessari ad una buona valutazione. Per comprendere verso quale teoria tendesse l'impresa, sono stati utilizzati dei parametri riguardanti il board of directors ossia la sua composizione, la sua entità e la leadership. Riguardo i membri estranei alla famiglia, è stata valutata la relazione tra manager, parenti e soggetti esterni; più specificatamente sono stati considerati le tre possibili tipologie di board of directors che possono delinearci, ossia familiare, ibrido ed evoluto. Il familiare è composto totalmente da membri della famiglia e tutto il potere decisionale risiede nelle loro mani, mentre l'ibrido prevede anche la presenza di manager non familiari che supportano gli altri nella gestione aziendale aumentando, rispetto al precedente, la complessità manageriale. Infine, il sistema evoluto si avvale di componenti familiari e direttori indipendenti non esecutivi non collegati alla famiglia, questi ultimi offrono solamente dei pareri relativi alla gestione, fornendo degli spunti per le decisioni che sono comunque prese dai componenti familiari. La loro indipendenza è fondamentale

---

<sup>48</sup> Colarossi, Giorgino, Steri, Viviani (2008) - A corporate governance study on Italian family firms, corporate ownership & control / volume 5, Issue 4, Summer 2008

in quanto è necessario un non coinvolgimento emotivo nell'impresa al fine di fornire, sulla base della loro esperienza, dei suggerimenti efficaci e non soggetti a influenza interna.

La partecipazione dei soggetti esterni è stata valutata grazie al calcolo di un indice chiamato Openness, il quale misura la capacità della proprietà di coinvolgere i manager sia per questioni formali che informali e porli a capo di funzioni aziendali strategiche.

Riguardo il decision making è stato utilizzato un altro indice un po' più complesso chiamato Extension Index. Esso nasce sulla base dell'esistenza di decisioni strategiche e decisioni tattico-operative ed è calcolato considerando la somma delle decisioni prese dai diversi comitati formali e non, la somma delle decisioni prese ma non risultate da nessun organo e i vari tipi di errori statistici dovuti alle decisioni strategiche, a quelle tattiche e alla combinazione di entrambe. Esso varia tra 0, quando le decisioni vengono prese da un unico organo o non si evince chi prenda decisioni, e 1 quando il sistema di governance prende tutte le decisioni in modo corretto.

Analizzando i risultati sono emerse alcune evidenze, spesso influenzate dalla dimensione dell'impresa stessa. In linea generale le family firm hanno registrato un orientamento verso la Stewardship Theory, mentre riguardo la composizione del CdA è emerso che le imprese più piccole e antiche tendono a utilizzare il modello familiare. Registrano inoltre una forte presenza della famiglia nella quasi totalità delle decisioni e una poca diffusione di strutture di governance formali. Le imprese di dimensioni maggiori tendono a orientarsi verso un modello evoluto in cui i membri esterni hanno una buona incidenza nella proprietà e nella struttura manageriale, così come gli amministratori indipendenti che rappresentano una buona parte del CdA. Inoltre, è comune notare la presenza di comitati familiari e formali che incentivano sistemi interni di auditing. Tra le prime e le ultime registriamo le imprese di medie dimensioni che optano generalmente per un sistema ibrido. Esse sono generalmente delle family firm più giovani e, come le più grandi, tendono ad avere una buona presenza di soggetti esterni nella proprietà e nelle strutture manageriali riscontrando un maggiore utilizzo di comitati formali rispetto alle imprese minori.

Riguardo il coinvolgimento dei soggetti esterni e la qualità del decision making, gli indici Openness e Extension vengono studiati contemporaneamente. Dall'analisi emergono quattro combinazioni possibili per le imprese:

- Openness basso e Extension basso (10%)<sup>49</sup>: sono incapaci di coinvolgere nella gestione i membri esterni e non riescono a definire una gerarchia nel sistema di governance. Questo dato si registra raramente e ha una maggiore incidenza nelle imprese più antiche

---

<sup>49</sup> % di imprese riscontrabili nel campione analizzato

- Openness basso e Extension alto (23,33%): i soggetti estranei alla famiglia sono poco coinvolti nella gestione; tuttavia, la struttura di decision making risulta ben pianificata e identificata. Solitamente sono imprese di piccole dimensioni con pochi impiegati e fatturati relativamente bassi (10 mln circa). Probabilmente la modesta grandezza le aiuta nell'avere un buon piano di decision making.
- Openness alto e Extension basso (30%): i manager esterni hanno una notevole importanza nella gestione dell'impresa, anche se talvolta la gerarchia non viene rispettata. Sono imprese relativamente giovani e di dimensioni maggiori alle precedenti che utilizzano sistemi ibridi e spesso non si avvalgono di comitati formali.
- Openness alto e Extension alto (36,67%): sono quelle aziende in cui i manager esterni hanno ruolo importante nella direzione aziendale e che contemporaneamente osservano un piano di decision making efficace ed efficiente. Rispetto alle precedenti hanno una dimensione maggiore e registrano comunque dei ruoli primari in capo ai componenti della famiglia. In genere utilizzano il modello evoluto e si avvalgono di comitati formali, probabilmente tutto ciò è giustificato dalla maggiore grandezza.

Lo studio nel suo insieme potrebbe soffrire di qualche mancanza dovuta all'esiguità del campione, ma fornisce un ampio panorama sulle strutture di governance e le relative tendenze delle family firm italiane. Conferma, come da aspettativa, che l'aumento progressivo delle dimensioni aziendali genera una maggiore necessità di procedure formali e di un maggiore coinvolgimento di figure professionali esterne. Il dato positivo è che queste ultime rappresentano la maggioranza del campione e riescono a soddisfare i requisiti riferibili alle non family firm mantenendo però i tratti distintivi della famiglia proprietaria.

In conclusione, l'intero capitolo è stato utile per la comprensione dell'origine e dell'importanza delle family firm. Inoltre, la trattazione della Corporate Governance ha fornito una panoramica generale sul tema e le differenze che si riscontrano nelle imprese familiari. Nel capitolo successivo si entrerà nel merito dei punti di forza e di debolezza delle family firm con un focus specifico sulla loro condotta nelle pratiche di Corporate Social Responsibility.

### **3. Capitolo 3: Le imprese familiari: punti di forza e di debolezza.**

Le family firm hanno una natura abbastanza particolare, il che le rende più idonee a determinate pratiche aziendali, ma al tempo stesso può rappresentare la causa di alcune problematiche che in tali contesti registrano una maggiore incidenza. Si partirà dall'analisi di queste ultime per poi invece valutare i loro punti di forza che le contraddistinguono. Successivamente, si analizzerà in modo dettagliato il tema legato alla condotta CSR e cosa le differenzia dalle non family firm.

#### **3.1 La limitazione della capacità imprenditoriale: l'elevata avversione al rischio e la stagnazione**

Il concetto di rischio rappresenta uno dei cardini fondamentali dell'intero sistema imprenditoriale. In campo economico, il rischio può essere analiticamente definito come un evento futuro incerto che può influenzare positivamente o negativamente il perseguimento degli obiettivi aziendali. Da questa definizione si evince che il rischio non ha una sfaccettatura solamente negativa come è comune pensare, ma è un tema bivalente che può generare delle condizioni di favore per l'ecosistema aziendale. Certo, essere prudenti espone meno gli imprenditori alle eventuali ripercussioni negative delle loro decisioni, tuttavia il rischio è parte integrante della strategia di ogni azienda, grande o piccola che sia, ed è alla base di ogni prerogativa di crescita nel lungo periodo.

L'impresa familiare tende ad essere molto più giudiziosa e cautelativa nelle scelte d'investimento. Le ragioni di questa condotta probabilmente derivano dalla natura stessa dell'impresa che, essendo un tutt'uno con la famiglia, soffre di dipendenza economica. Ciò comporta che un cattivo investimento non rappresenterebbe solo un mancato guadagno ma un vero e proprio problema per la famiglia che vedrebbe ridursi il proprio capitale e il numero dei lavoratori dipendenti con un conseguente danno sulla reputazione, fattore distintivo e strategico delle family firm. Inoltre, l'attaccamento emotivo all'impresa da parte degli amministratori la rende uno strumento sia per il sostentamento futuro della famiglia sia per il soddisfacimento dei loro bisogni, di contributo sociale, di condivisione e di appartenenza<sup>50</sup>.

In questo contesto la gestione aziendale può avvenire in molteplici modi e, al fine di fare chiarezza, l'economista Miller<sup>51</sup> [2005] ne fece oggetto di un suo utile studio per comprendere i fenomeni legati alla capacità imprenditoriale.

---

<sup>50</sup> Ashforth, B. and Mael, F. (1989). 'Social identity theory and the organization'. *Academy of Management Review*, 14, 20–39

<sup>51</sup> Miller, D. and Le Breton-Miller, I. (2005). *Managing for the Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*. Boston, MA: Harvard Business School Press

Si parte dal presupposto che nelle family firm ci siano delle pratiche comuni come, ad esempio, l'obiettivo dei leader di assicurare la continuità dell'impresa e della sua mission, perciò agiscono per il miglioramento dell'attività a lungo termine a beneficio della famiglia stessa. Per dare continuità all'impresa è dunque necessario lavorare sui propri dipendenti rendendoli motivati e leali al fine di creare una "cultura comunitaria". Inoltre, è essenziale stabilire dei rapporti duraturi con gli stakeholder esterni, che possano dare sollievo all'azienda nei periodi di difficoltà. Tuttavia, queste pratiche non sono sempre ben viste e presuppongono una prospettiva di stagnazione per le family firm generando un'organizzazione obsoleta e non funzionale.

Ma quest'ultimo non rappresenterebbe l'unico limite di un'impresa familiare nella letteratura; infatti, anche il conservatorismo e la mancanza di ambizioni sono causa di ridotte opportunità di crescita. Inoltre, anche la segretezza e la stabilità familiare possono portare ad un aumento della percezione del rischio che favorisce la collusione con la concorrenza. Infine, la quasi totalità delle scuole di pensiero concorda sul fatto che elementi quali la carenza di risorse, i conflitti familiari e le difficoltà di successione sono fattori critici per la longevità dell'impresa<sup>52</sup>.

In questo senso c'è la necessità di valutare il comportamento delle family firm medio-piccole poiché la letteratura e gli studi empirici rilevano maggiormente i dati delle imprese più grandi e quotate in borsa che, come ci si aspetta, rendono molto bene. Ma, per aziende così imponenti e strutturate ci si chiede spesso se la natura familiare sia un elemento che ancora conservano.

Tra le maggiori preoccupazioni dei manager c'è sempre quella inerente alla continuità dell'impresa, ciò, come detto precedentemente, è causato dalla sovrapposizione tra famiglia e impresa. In tal senso, il movente della condivisione e del sostegno dei propri familiari, possono contribuire allo sviluppo di un senso di appartenenza da parte dei dirigenti che funge da incentivo per una maggiore attenzione alla gestione e alla longevità dell'impresa. Queste pratiche sono meno frequenti in imprese fondate da un unico soggetto che non ha legami di parentela nella gestione. Sono quei casi in cui il movente prevalente è quello economico oltre che l'autorealizzazione. Accade spesso che gli imprenditori tendano ad avviare nuove imprese quando trovano delle difficoltà facendo fallire le precedenti o che mirino solo a farle crescere velocemente per poi venderle. Segue che in questo contesto l'obiettivo dei fondatori non sia quello legato alla longevità, bensì l'adottare strategie idonee ad una crescita rapida piuttosto che legate all'innovazione, al contributo sociale o il miglioramento della propria reputazione. Queste strategie sono comprensibili, anche perché il rischio è relativamente più basso, in quanto il fondatore rischia solamente il capitale e non, come

---

<sup>52</sup> Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. and Dino, R. N. (2003). 'Toward a theory of agency and altruism in family business'. *Journal of Business Venturing*, 18, 473–90.

nel caso delle family firm, la perdita di un futuro solido per la famiglia oltre che la posizione conquistata nel tessuto economico-sociale.

Per il mantenimento della continuità aziendale i manager solitamente possono approcciare il problema seguendo tre tipologie di modalità di gestione:

- Maggiore sforzo sulla ricerca e sviluppo per nuovi prodotti;
- Maggiore attenzione al rafforzamento della reputazione dell'azienda;
- Maggiore sforzo sull'ampliamento del mercato e della relativa quota.

In tal senso, è utile comprendere su quale dei precedenti fattori vengano fatti maggiori investimenti da parte dei leader delle family firm. In questo ci aiutano le analisi empiriche svolte dallo stesso Miller. Il campione inizialmente era composto da 1470 imprese con un massimo di 100 dipendenti, ma la mancanza di dati sufficienti allo studio ha comportando una riduzione a 676 aziende. Le caratteristiche di gestione hanno dato la possibilità di porre alla base dello studio tre ipotesi che potessero restituire indirettamente delle risposte per quanto riguarda il fenomeno della stagnazione. Le tre ipotesi sono abbastanza semplici e derivano direttamente dalle modalità:

1. Rispetto alle imprese non familiari, i manager delle imprese familiari mostreranno una gestione della continuità dell'impresa maggiormente incentrata su investimenti più orientati al futuro nella ricerca e sviluppo dei prodotti;
2. Rispetto alle imprese non familiari, i manager delle imprese familiari mostreranno una gestione della continuità dell'impresa maggiormente incentrata su investimenti più orientati al futuro nello sviluppo della reputazione;
3. Rispetto alle imprese non familiari, i manager delle imprese familiari mostreranno una maggiore gestione della continuità del business effettuando investimenti più orientati al futuro nello sviluppo della quota di mercato.

Dai risultati emerge che sia l'ipotesi 1 che l'ipotesi 2 risultano vere, tuttavia l'ipotesi 3 non trova riscontro. Questo dimostra che nell'ottica delle family firm la continuità è perlopiù legata a prodotti e reputazione, mentre la prospettiva di mercato svolge un ruolo secondario. In un mondo sempre in continua evoluzione, la mancata attenzione alle dinamiche di mercato e alla sua relativa crescita può rappresentare una minaccia per l'adattamento dell'impresa che potrebbe dimostrare una scarsa flessibilità, tratto tipico del fenomeno di stagnazione.

Ma la continuità non è stata l'unico oggetto della valutazione. Anche alcuni fattori tipici della stagnazione sono stati analizzati per la verifica di determinate ipotesi. Nelle imprese più piccole è frequente l'amplificazione dei conflitti familiari che possono compromettere l'utilizzo idoneo delle

risorse aziendali e contemporaneamente possono esserci degli episodi di altruismo familiare che porterebbe a ruoli dirigenziali assegnati a figli o nipoti non talentuosi. In questo contesto, le imprese possono trovarsi a corto di risorse quali capitale, tecnologia, manodopera e management. Da questo punto di vista è necessario comprendere quale sia la capacità dei manager di avvertire tali carenze al fine di segnalarlo ed eventualmente porvi rimedio. Su questo si basa l'ipotesi 4, ossia che i manager delle familiari siano più inclini rispetto a quelli delle non familiari siano più inclini a percepire tale carenza.

Un altro aspetto legato alla stagnazione è il conservatorismo delle family firm, molto spesso legato all'imposizione da parte del fondatore di "un'ombra generazionale restrittiva"<sup>53</sup> che può comportare dei conflitti nei processi decisionali dando origine di fatto a delle politiche conservatrici e all'incapacità di cambiare o rispondere ai mercati. A tal proposito viene fissata l'ipotesi 5 ossia che i manager delle familiari percepiscano di più il rischio nei loro mercati e siano più inclini a limitare le prospettive di espansione dell'azienda. Tutto ciò minaccia di conseguenza la crescita e, qualora ci fosse, la rende decisamente più lenta. Su questo si basa l'ipotesi 6 che afferma che il manager delle family firm, rispetto a quelli delle non family, hanno degli obiettivi di crescita meno ambiziosi. Infine, l'ultima ipotesi si basa su un concetto fortemente dibattuto nella letteratura, ossia la durata delle imprese. Essendo esse soggette a carenza di risorse e stagnazione, si presuppone che durino meno delle non family firm.

Analizzando i risultati emerge che tutte le quattro ipotesi riguardanti la stagnazione abbiano un riscontro veramente basso, andando a dimostrare, nei limiti di questo studio, che sicuramente la stagnazione è un fenomeno più propenso ad avvenire nelle family firm, ma limitatamente alle variabili che abbiamo esaminato precedentemente (gestione della continuità). Tuttavia, in ambito di risorse, durata, espansione e ambizioni, la stagnazione rimane un'ipotesi della letteratura. Come ogni analisi empirica, anche questa è soggetta a delle mancanze come, ad esempio, l'esiguità geografica del campione. Resta il fatto che la stagnazione non è esclusa, semplicemente si ritrova spiegata da variabili diverse da quelle attese.

In ogni caso quest'analisi è risultata utile ai fini della comprensione di due principali problematiche legate alle family firm, ossia stagnazione e avversione al rischio. I risultati empirici si sono dimostrati meno forti delle previsioni, ma la letteratura insiste e converge sull'attribuzione di questi temi alle imprese di natura familiare.

---

<sup>53</sup> Davis, P. S. and Harveston, P. D. (1999). 'In the founder's shadow: conflict in the family firm'. *Family Business Review*, 12, 311–24.

### **3.2 Il problema dell'underinvestment: la conferma del Pecking order come driver della struttura finanziaria e il suo maggiore impatto.**

Il problema dell'underinvestment è un concetto legato sia alle family che alle non family firm.

Quando un'impresa ha necessità di acquisire risorse finanziarie per investire in determinati progetti può generalmente ricorrere a tre tipologie di finanziamento ossia quello interno (proprio), il debito e il private equity.

Da un punto di vista “sostanziale” per quanto l'apporto in termini economici sia uguale, il relativo “costo” invece differisce in modo considerevole. In tal senso il costo è una componente figurativa che va ad avere un impatto economico sull'impresa in termini di perdita di opportunità o sottovalutazione delle opzioni d'investimento.

La teoria che ruota attorno a questa affermazione è che ogni tipologia di finanziamento abbia un costo differente e che quest'ultimo abbia come driver l'asimmetria informativa presente tra impresa e investitore/finanziatore. Naturalmente, si suppone che un'azienda scelga di finanziare i propri progetti seguendo un ordine di preferenza delle fonti in funzione del loro relativo costo. Questa pratica prende il nome di “*Pecking order*” e fu formulata dagli economisti Myers e Majluf nel 1984, i quali, come sostenuto precedentemente, si basarono sull'esistenza delle asimmetrie informative. Non è un caso che in assenza di queste ultime, ogni impresa troverebbe i fondi per realizzare qualunque progetto che abbia un Van positivo.

In questo contesto è evidente che la forma di finanziamento più costosa risulta essere il private equity. L'entità del suo costo dipende molto sia dalle informazioni che dall'operato del manager, in quanto è necessario che quest'ultimo operi nell'interesse sia dei vecchi azionisti che dei nuovi. Accade spesso che ciò non accada poiché il ricorso all'emissione di nuove azioni viene interpretato come una pratica volta ad acquisire nuove risorse finanziarie, ma sempre nell'ottica di strategie d'investimento volute da chi detiene il controllo dell'impresa. Di conseguenza, i potenziali investitori chiedono uno “sconto” a fronte della carenza di informazioni. Questo sconto può essere talmente elevato da indurre gli azionisti attuali a rinunciare al progetto anche se con Van positivo, generando il fenomeno del “money left on the table”.

Quando ci si trova in questa situazione, sia che il finanziamento sia finalizzato o meno, l'impresa ne esce comunque danneggiata in quanto il suo valore si riduce a causa di una duplice conseguenza del problema. In un contesto in cui il manager opera in favore dei vecchi azionisti, ci sono due condizioni che possono far emergere la decisione se procedere o meno all'emissione di nuove azioni. L'emissione avviene nel momento in cui il valore della quota nell'impresa (diluita) ex post

per i vecchi azionisti è superiore al suo valore ex ante, ossia che a seguito della realizzazione del progetto (intrinseco di parametri che solo il manager conosce), i vecchi azionisti, nonostante una riduzione % della propria quota nell'impresa, si vedono ricompensati con un valore maggiore della quota residua in termini di prezzo delle azioni. In forza di questa affermazione la scelta di non emettere nuove azioni confermerebbe di fatto che il nuovo progetto non sia poi così rilevante e che il valore ex post (per i vecchi azionisti) sarebbe inferiore a quello con gli asset preesistenti. Mentre, la scelta di emettere rappresenterebbe l'opposto, dimostrando che l'impresa prima dell'emissione è sopravvalutata e spingendo i nuovi azionisti a chiedere uno sconto che causa una riduzione del valore d'impresa ex post (underpricing).

Tutto ciò va a influenzare il management sulla scelta di emissione di nuove azioni e, quindi, sull'avvio di nuovi progetti che potrebbero aumentare il valore dell'impresa. In forza di questo i manager tendono ad evitare l'emissione rinunciando a progetti profittevoli: è il fenomeno dell'underinvestment. Per alleviare i suoi effetti si potrebbe ricorrere all'emissione nei momenti in cui l'informativa societaria è massima e lo "sconto" per l'asimmetria è quindi nettamente inferiore.

Ad ogni modo è stato fondamentale introdurre la spiegazione di tale concetto in quanto nella letteratura insiste la teoria in forza della quale le family firm siano più soggette al riscontro di questi problemi. Tutto nasce sulla base che le imprese familiari siano a conoscenza di informazioni uniche e che difficilmente sono propense a rilasciare. Inoltre, la volontà di ricorrere a capitali esterni diluendo la proprietà rappresenterebbe una dichiarazione indiretta di stato di difficoltà dell'impresa in quanto è raro che una family firm faccia subentrare nel proprio ecosistema dei soggetti esterni. In quest'ottica è sempre più frequente un ricorso al capitale proprio o all'indebitamento. Per maggior precisione tutte le imprese, familiari e non, nella composizione della propria struttura finanziaria si avvalgono del Pecking order; tuttavia nelle family firm l'incidenza dell'utilizzo del capitale proprio confermerebbe il maggior rischio che corrono queste imprese di cadere in situazioni tipiche dell'underinvestment.

Su queste basi, è stato condotto uno studio<sup>54</sup> che va ad analizzare le motivazioni che stanno alla base del ricorso al private equity da parte di grandi family firm nonostante il minor incentivo e la minore tendenza a farlo. L'analisi è stata condotta in modo qualitativo su 21 large firm tedesche attraverso delle interviste approfondite aventi l'obiettivo di estrapolare i lati positivi e negativi delle scelte delle imprese stesse. Naturalmente sono stati tenuti in considerazione anche i valori economico-finanziari e le caratteristiche delle imprese. Su 21 imprese, 15 sono ricorse ad

---

<sup>54</sup> Tappeiner, Howorth, Achleitner, Schraml – 2012 - Demand for private equity minority investments: A study of large family firms - Journal of Family Business Strategy 3 (2012) 38–51

operazioni di private equity classiche diluendo la proprietà della famiglia, mentre le altre 6 hanno fornito agli investitori altri titoli che evitassero tale condizione (es. azioni senza diritto di voto). Tuttavia, la maggior parte delle imprese intervistate ha confermato che l'aspetto legato alla riduzione del controllo è stato oggetto di lunghe trattative con gli investitori; ciò generalmente accade in tutte le tipologie d'impresa, ma in questo caso l'attaccamento all'impresa e al controllo, come già analizzato, ha un movente superiore, di conseguenza la proprietà è maggiormente restia a cedere diritti di controllo. Da tenere in considerazione ci sono anche i rischi per la minoranza entrante, che potrebbe vedersi riservato un ruolo marginale e il mancato coinvolgimento nelle scelte aziendali, ma questo tema verrà brevemente analizzato nel paragrafo successivo.

Filtrando le risposte, è emerso che le ragioni che portano le family firm a questo tipo di decisioni sono abbastanza variegata e questo già da un'idea dell'ambiguità di questa metodologia di finanziamento che, prevalentemente, invece dovrebbe avere come obiettivo principale l'afflusso di nuove risorse finanziarie per l'impresa. Più nel dettaglio, le familiari hanno optato per il private equity per la combinazione di più motivi. In un caso gli obiettivi principali sono stati contemporaneamente l'uscita di un familiare, la diversificazione della ricchezza dei genitori e la crescita dell'impresa. In altri casi la volontà è stata quella di intensificare il controllo di un familiare andando a ridurre la quota di uno o più familiari con opinioni contrastanti sulla direzione aziendale. Contrariamente a quest'ultima, in altre situazioni dove vi era la presenza di due famiglie, la presenza di conflitti interni e la mancanza di risorse per poter acquisire la parte della comproprietà ha portato alla scelta di vendere parte o la totalità della propria quota a soggetti terzi. Mentre, in condizioni di elevata conflittualità dovuta alla presenza di numerosi familiari con pareri contrastanti, vi è stata la necessità di cedere quote a società di private equity solo per il bene della società e per evitare la stagnazione, quindi senza alcun movente legato all'apporto di risorse finanziarie. Infine, sono registrate anche risposte in linea di quelle che ci si potrebbe aspettare dalle non family firm, ossia che il ricorso al private equity è stato causato da condizioni economiche avverse delle imprese che, non avendo modo di accedere al debito, sono state costrette a diluire la proprietà per l'afflusso di nuovi capitali. Sempre in questo contesto, alcune imprese hanno affermato di trovarsi in una situazione di espansione imprenditoriale, ma di non avere i capitali sufficienti per una crescita stabile nel lungo periodo, di conseguenza hanno attinto da risorse esterne per il bene della società.

Le ultime due affermazioni sembrano più coerenti con i presupposti del ricorso al private equity e metterebbero sullo stesso piano family e non family firm; tuttavia, la maggior parte delle risposte, come visto, ha una natura diversa e sembra confermare che il driver alla base delle scelte sia sempre

la conflittualità all'interno della proprietà, caratteristica meno riscontrabile in un'impresa tradizionale.

Il limite di questo studio sicuramente, come spesso accade, può essere legato all'esiguità del campione, ma la diversità delle risposte registrate, in relazione alla natura "large" delle imprese che le rende più prossime alle aziende non family, dimostra che le imprese familiari probabilmente hanno moventi diversi per il ricorso al private equity e che il "costo" che sopportano in queste operazioni è legato alle risorse non finanziarie (es. perdita di controllo). L'entità di questo costo, da loro maggiormente percepito, le spinge a ricorrere raramente a questa tipologia di finanziamento preferendo agire secondo la gerarchia dettata da Myers e Majluf.

In conclusione, è bene evidenziare che, seppur accettata dalla maggioranza di studiosi ed esperti, l'idea del Pecking order è stata più volte confutata da altri professionisti che nutrono seri dubbi sull'evidenza empirica del fenomeno. Fermo restando questa precisazione, lo studio analizzato potrebbe fornire una base di partenza per analizzare le imprese familiari più piccole che ricorrono a queste risorse finanziarie ed eventualmente anche le non family al fine di verificare se, come ci si aspetta, per le prime si conferma l'ambiguità della natura delle rilevazioni e se per le altre invece si registra una certa polarizzazione.

### **3.3 Gli aspetti positivi delle family firm**

Riguardo gli aspetti positivi delle family firm, in questo paragrafo si cercherà di trattare il tema in maniera agglomerata e sintetica in quanto nel capitolo precedente, descrivendo la natura stessa di queste imprese, sono state indirettamente spiegate le caratteristiche uniche che le contraddistinguono e che forniscono loro un potenziale vantaggio competitivo. Inoltre, uno degli obiettivi principali della tesi è analizzare la loro condotta CSR in modo dettagliato e critico, verificando e argomentando l'ipotesi che esse performino meglio delle non family firm.

In linea generale, l'allineamento dei valori familiari a quelli dell'impresa rende quest'ultima un insieme unico con la famiglia, il che ha dei risvolti positivi sulla motivazione e sulla prospettiva di lungo periodo dell'azienda stessa. Come già affermato le imprese familiari cercano di implementare un'idea di business che possa avere continuità nel tempo e fungere da strumento per il sostentamento delle generazioni future della famiglia. Questo è un movente fondamentale che scatena nel management un senso di appartenenza e di identificazione personale con l'impresa. In quest'ottica il capitale reputazionale, elemento alla base anche della condotta CSR, assume una

posizione primaria per una family firm che spesso nutre la necessità di legittimarsi con il contesto economico-sociale in cui opera.

Un tema molto dibattuto è anche quello inerente alla capacità innovativa di questo tipo d'impresa che, trovandosi spesso in condizioni di rivalutazione dell'assetto organizzativo del management, può optare o meno di aprirsi a soggetti esterni oppure affidarsi ai membri della famiglia. Questi, forti della propria esperienza, possono contemporaneamente acquisire dall'esterno conoscenze che abbinate al loro background possono fornire un input strategico per lo sviluppo innovativo dell'impresa stessa. Queste scelte si ripresentano più volte durante la vita dell'impresa, di conseguenza contribuiscono all'aumento della diversità che da un lato può rappresentare una fonte di conflitto, ma dall'altro può essere la base per una migliore capacità innovativa. Certamente la letteratura è ricca di analisi su questo tema anche se, come spesso accade, c'è una certa ambiguità dei risultati. Molti sostengono, come abbiamo descritto precedentemente, che le imprese familiari siano conservative e questo rappresenterebbe una minaccia per l'innovazione andando a definire un paradosso in forza del quale le family firm abbiano una capacità innovativa superiore alle altre imprese, ma che producano un output inferiore. Anche se un'evidenza empirica derivata da uno studio del 2013<sup>55</sup> va a confermare che più del 50% delle imprese più innovative a livello europeo hanno natura familiare. Un aspetto che può determinare il successo della family firm in campo innovativo è la buona gestione del trade-off tra innovazione e tradizione: in questo processo è necessario che la visione a lungo termine sia parte integrante del management. Un esempio di successo può essere quello di Michele Ferrero che nel 1964 mantenne in produzione la "Supercrema", ma ne cambiò packaging e nome ("Nutella") e soprattutto decise di aprirsi ai mercati internazionali dandole una dimensione mondiale. Il potenziale vantaggio risiede quindi nel coraggio del management di non abbandonare la propria storia, ma cercare di sfruttarla per originare qualcosa di unico e difficilmente imitabile.

Sempre in un contesto d'innovazione, detiene una certa rilevanza l'entità degli investimenti in R&D da parte delle imprese. Anche su questa tematica la letteratura si è arricchita cercando di dare un'interpretazione al comportamento delle family firm. Un esempio abbastanza recente è lo studio<sup>56</sup> concluso nel 2014 che ha esaminato un campione estratto casualmente di 15517 imprese iscritte alla Camera di Commercio Italiana. A queste imprese è stato inviato singolarmente un questionario, il quale ha avuto un tasso di risposta del 4% corrispondente a 620 imprese. Queste imprese sono state

---

<sup>55</sup> König, A., Kammerlander, N., Enders, A. (2013). The family innovator's dilemma: How family influence affects the adoption of discontinuous technologies by incumbent firms. *Academy of Management Review*, 38(3), 418-441.

<sup>56</sup> Sciascia, Nordqvist, Mazzola, De Massis (2014): Family Ownership and R&D Intensity in Small and Medium-Sized Firms, *J Prod Innov Manag* 2015;32(3):349-360

poi osservate per un periodo di sei anni raccogliendo i dati economico-finanziari, trattati come variabili indipendenti utili a verificare l'ipotesi sull'intensità della R&D (var. dipendente). Alla fine, il campione si è ridotto a 294 imprese, ossia quelle per cui sono risultati disponibili tutti i dati necessari all'analisi empirica. Per una maggiore precisione e per stare in linea con la definizione della Commissione Europea del 2006, ne sono state escluse 54 in modo da avere solo imprese che avessero meno di 250 dipendenti e un fatturato inferiore a 50 mln di euro. L'intensità della ricerca e sviluppo è stata considerata come la quota % rappresentata dagli investimenti sul fatturato totale anno per anno. Mentre le variabili indipendenti legate alla composizione aziendale e agli aspetti economico finanziari sono state: età aziendale, dimensione, settore, efficienza aziendale, leva finanziaria, liquidità e coinvolgimento generazionale oltre che la variabile inerente alla quota % di proprietà detenuta dalla famiglia. I risultati dell'analisi sono stati ottenuti valutando più modelli, alcuni dei quali non significativi ad eccezione di uno che ha incluso variabili di controllo, proprietà della famiglia, sovrapposizione tra patrimonio familiare ed equity aziendale, e la combinazione di questi ultimi. Il modello si è dimostrato altamente significativo evidenziando una relazione positiva sull'intensità di R&D quando la sovrapposizione tra patrimonio familiare ed equity aziendale è bassa, ossia quando il patrimonio familiare è inferiore al patrimonio aziendale. Il dato è interessante in quanto dimostra che se la famiglia ha come principale sostentamento l'impresa, la sua prospettiva e percentuale d'innovazione assume un trend positivo. Una famiglia con poca diversificazione degli investimenti e con una maggiore concentrazione sul proprio business assume un ruolo positivo nelle pratiche di R&D, dimostrando che il suo coinvolgimento nella gestione è fondamentale per il miglioramento della capacità innovativa dell'impresa. È ovvio che, se questo rapporto dovesse invertirsi e la famiglia avesse un patrimonio superiore al valore aziendale, il suo coinvolgimento e interesse nell'impresa potrebbe essere inferiore, causando una riduzione degli investimenti in ricerca e sviluppo. Lo studio empirico va a confermare quanto sostenuto precedentemente, ossia che se la componente familiare è coinvolta e capace, riesce ad ottenere dei risultati anche migliori di altre tipologie di imprese superando il paradosso della capacità innovativa.

Un altro aspetto che è stato in precedenza trattato è quello dei costi di agenzia, dove è stato introdotta la teoria in forza della quale se ne registra la loro presenza anche per le imprese familiari, ma con una natura differente rispetto alle imprese tradizionali. Ma se ci soffermassimo sulla concezione tipica di questo problema, sarebbe evidente che le familiari abbiano una minore tendenza a riscontrarlo in quanto il sistema di governance familiare favorisce l'allineamento degli interessi del management e della proprietà familiare coinvolta nella gestione dell'impresa stessa. È naturale pensare che la conflittualità vada a ledere questa posizione di vantaggio sul tema dei problemi di agenzia, ma in condizioni del genere qualsiasi impresa vedrebbe l'acutizzarsi del

fenomeno. Tuttavia, si sostiene che a parità di sinergie organizzative e decisionali, le family firm riescano a ridurre in maniera più significativa l'impatto dei costi d'agenzia.

In conclusione, le imprese familiari hanno delle proprietà intrinseche che le rendono in qualche modo uniche. Sta alla loro capacità organizzativa, alla loro motivazione e alla loro visione di lungo periodo sfruttare il potenziale vantaggio competitivo che può derivare dal trade-off tra tradizione e innovazione.

Nel paragrafo successivo si esamineranno nel dettaglio tutte le componenti legate alla condotta CSR, in modo da comprendere se effettivamente ci siano i presupposti per considerare questa tematica come un potenziale vantaggio per le family firm. La comprensione di questo aspetto sarà inoltre utile per la successiva definizione dell'analisi empirica volta a verificare l'ipotesi.

### **3.4 L'atteggiamento delle imprese familiari per lo sviluppo delle pratiche CSR: valori, governance e proprietà**

La Corporate Social Responsibility, come già trattato nel primo capitolo, è una tematica non recente che ha visto nel tempo un'evoluzione e un arricchimento della sua letteratura in termini di definizione, metodi e interpretazioni. Numerosi sono i filosofi, economisti e studiosi che hanno cercato di dare il proprio contributo per una migliore analisi del fenomeno. Parallelamente alla crescita dell'interesse verso la CSR vi è stata inoltre una continua imposizione e affermazione delle family firm che, come abbiamo visto, hanno contribuito allo sviluppo economico-sociale di molti Paesi nel Mondo e continuano ad essere le principali responsabili del sostentamento economico e occupazionale.

Le caratteristiche tipiche delle familiari ci spingono a valutare se l'identificazione unica tra famiglia e impresa, unita alla necessità di una legittimazione sociale, sia un fattore che rende più attente e performanti le family firm riguardo la condotta CSR. È stata più volte citata l'importanza del capitale reputazionale per tutte le imprese, ma quest'ultimo ha sempre rappresentato per le familiari un potenziale vantaggio competitivo in quanto è una caratteristica intrinseca dell'impresa stessa. Per le imprese in genere, la letteratura si divide sui moventi della CSR distinguendo coloro che la attuano col solo scopo di migliorare il proprio rating e coloro che ne fanno una base per l'implementazione di una strategia di lungo periodo volta a inglobarne i valori. In questo contesto si andrà a valutare se le family firm possano essere considerate come reali player che mirano a migliorare la propria reputazione con dei fini maggiormente sociali che economici e che, quindi,

integrino le pratiche CSR nei propri valori dimostrandosi più attente e coerenti rispetto alle altre imprese.

Gli studi che valutano il binomio family firm – CSR sono relativamente recenti e mirano ad analizzare più aspetti legati alle pratiche etiche. Molti hanno cercato di evidenziare le relazioni tra rating ESG e performance economico-finanziarie, altri invece si sono soffermati sugli aspetti più astratti del tema, valutando maggiormente l'allineamento e l'assorbimento dei valori CSR in quelli familiari. Le evidenze empiriche sembrano confermare che le family firm abbiano delle migliori performance ESG; tuttavia, si registra anche la rara presenza di studi che confutano questa teoria dimostrando l'opposto.

Alcuni studiosi si sono soffermati sui meccanismi che influenzano le pratiche CSR nelle imprese familiari, analizzando il coinvolgimento della famiglia nello sviluppo delle stesse. Un esempio recente è di Marques e Presas<sup>57</sup> [2014], i quali hanno condotto uno studio su queste tematiche andando ad intervistare più volte il management di imprese con una forte matrice familiare. Le variabili che hanno raccolto riguardano la percentuale di proprietà della famiglia, la quota di familiari attivi nella direzione della società, la natura dell'Amministratore delegato, la presenza di parenti tra dipendenti e il numero di generazioni attivamente coinvolte nell'impresa. La combinazione di queste variabili ha dato la possibilità della suddivisione del campione in due sottogruppi, uno con una forte presenza familiare nel complesso organizzativo ed un altro con livello di coinvolgimento più basso; entrambi si attestano attorno al 50%. Nelle interviste sono stati tenuti in considerazione anche dei fattori socio-emotivi che potessero fornire uno spunto di interpretazione per le pratiche etiche dell'impresa stessa. Tra questi troviamo l'altruismo, l'identificazione, l'impegno collettivo, il senso di "obbligo" e la perpetuazione intesa come prospettiva di continuità. In modo contestuale sono state anche registrate le risposte inerenti agli aspetti più o meno analitici in tema CSR come, ad esempio, il numero di azioni in atto, la presenza di un responsabile specifico, la redazione di report formali, la posizione nel ranking ecc. Il metodo di analisi ha permesso quindi di fare delle valutazioni sia sul coinvolgimento della famiglia nelle pratiche CSR che sugli aspetti socio-emotivi che influenzano le imprese stesse. Riguardo il primo aspetto, nelle imprese con la componente familiare più attiva nella gestione risulta più facile implementare pratiche CSR in quanto la famiglia riesce a fare una distinzione di importanza degli stakeholder introducendo le azioni necessarie per soddisfare quelli più importanti ed esigenti, ciò rende queste imprese abbastanza flessibili, veloci ed efficaci. Analizzando invece i fattori emotivi si

---

<sup>57</sup> Marques, Presas, Simon (2014) - The Heterogeneity of Family Firms in CSR Engagement: The Role of Values, Family Business Review 2014, Vol. 27(3) 206 – 227

comincia a registrare una maggiore ambiguità delle risposte, ad esempio, riguardo l'altruismo c'è una doppia visione: una è frutto di una condotta innata del management che non si aspetta nulla in cambio dalle proprie azioni; l'altra è più utilitaristica e sfrutta il fattore come mezzo di soddisfacimento dei bisogni degli stakeholder, al fine di ottenere la loro approvazione. Nelle interviste sono emerse anche delle parole chiave che hanno dimostrato indirettamente una maggiore attenzione sulle pratiche CSR sempre in un'ottica di miglioramento continuo dell'impresa, di uno sviluppo sostenibile, di un futuro promettente e della sopravvivenza "sociale". Un altro aspetto fondamentale è la concezione di una CSR "comunitaria" che ha sì una matrice normativa derivata da fattori come l'altruismo e il senso di obbligo, ma viene concepita come un elemento strumentale tramite in forza del quale tutti i dipendenti sono ritenuti cruciali nell'organizzazione aziendale, stimolandoli a uniformarsi ai valori sia familiari che etici. In linea generale da quest'analisi emerge una certa eterogeneità delle risposte comunque riconducibile all'intensità del coinvolgimento familiare. Quasi la totalità degli amministratori delegati vive la loro posizione come qualcosa di personale e non come un lavoro esortati anche dai fattori emotivi che abbiamo precedentemente descritto. È evidente che maggiore è la presenza familiare e maggiore è l'attenzione ai valori della CSR e che l'aspetto più tenuto in considerazione è quello inerente al parametro "sociale" sia all'interno dell'organizzazione (dipendenti, luogo di lavoro ecc.) sia all'esterno con una particolare attenzione al contesto sociale in cui l'impresa opera. Questo primo estratto va a confermare che un forte coinvolgimento familiare ha un effetto positivo sulla condotta CSR e uniforma l'intero personale ai valori sia familiari che etici.

Un altro tema oggetto spesso di valutazioni è la correlazione tra la Corporate governance e le performance ESG, in quanto vi sono pareri contrastanti sull'effetto positivo o negativo possa avere sulle politiche CSR. In questo contesto è comunque necessario rilevare un dato molto importante ai fini della nostra ricerca, ossia che la letteratura sembra convergere verso la conferma di una teoria in forza della quale le family firm tendono a recepire la CSR come un elemento strumentale. Esse, nell'accrescere la loro reputazione e il loro prestigio, coltivano una ricchezza socio-emotiva che, in combinazione col il miglior allineamento tra interessi della proprietà e del management, rende la loro motivazione vera e importante con un risvolto positivo sulle performance. Sempre più studi vanno a valutare le implicazioni che la CSR ha sulla governance delle familiari e come indirizza le loro decisioni in ambito strategico e amministrativo. Certo è che le family firm hanno una maggiore possibilità di enfatizzare il loro operato e, in questa logica, alcuni sostengono che quando esse si concentrano sugli interessi della famiglia sottovalutando le interazioni con gli stakeholder, si ha un effetto negativo sulla performance etica, nonostante magari esse abbiano intrapreso percorsi in tema CSR. Quest'ultima affermazione va a sostenere l'ipotesi trattata nel primo capitolo sull'importanza

della comunicazione sociale e del modo in cui le imprese si interfacciano pubblicamente alla tematica ESG, dimostrando che è necessario legittimarsi col contesto sociale in cui si opera. Questo è un problema che le family firm, vista la loro natura, possono gestire meglio in quanto sono tratti distintivi del loro essere e con una buona strategia volta a integrare, come abbiamo visto, valori aziendali ed etici si può accrescere il proprio capitale reputazionale in maniera più naturale e continuativa nel tempo. Mentre, nelle non family firm si registra una maggiore divisione tra management e proprietà, il che dal punto di vista della gestione, scagionerebbe gli amministratori in funzione della loro condotta con gli stakeholder. Più nel dettaglio quando il livello del management è alto e le relazioni con i soggetti esterni sono frequenti e importanti, un eventuale rendimento negativo nelle pratiche CSR produce un effetto ancor più pesante sull'operato della direzione. Paradossalmente, quando il sistema di governance non è ottimale e, quindi, le interazioni col mondo esterno sono limitate o assenti, la responsabilità della direzione è più limitata poiché vi è l'alibi del mancato allineamento di intenti tra direzione, proprietà e stakeholder. In questo contesto vi è quindi la convinzione che un management radicato e quindi più tipico delle family firm, possa sfruttare il valore delle performance etiche per legittimare la propria condotta con proprietà e stakeholder. A tal proposito viene naturale pensare che, nelle familiari, un buon sistema di governance possa produrre, visti i presupposti citati precedentemente, un effetto decisamente positivo sulle performance ESG. Tuttavia, la presenza dei problemi di agenzia spesso si interpone tra proprietà e direzione causando dei rischi per l'output finale. L'abilità delle family firm deve risiedere quindi nel limitare nel modo migliore possibile le potenziali frizioni interne e ciò può avvenire solo quando si agisce in un'ottica di successione e mantenimento del controllo familiare, il che favorisce azioni di responsabilità sociale che indirettamente limitano l'insorgere di queste problematiche. Il connubio governance-CSR ha quindi un valore fondamentale e strumentale che, oltre a migliorare la reputazione aziendale, consente uno sviluppo continuo dell'impresa e l'allineamento degli interessi di management, proprietà e stakeholder stroncando sul nascere eventuali motivi di contenzioso. L'importanza stessa del tema ha reso nel tempo la governance e la CSR oggetto di studi empirici che potessero verificare la sussistenza dell'ipotesi in forza della quale le family firm abbiano un migliore rendimento in termini di performance sociale. Certo è che la maggior parte dei lavori soffre della mancanza di serie storiche dei dati in quanto, seppur il tema CSR non sia recente, la sua considerazione ai fini aziendali ha avuto una maggiore incidenza negli ultimi anni a seguito degli interventi sul piano giuridico e della rilevanza in campo finanziario degli investimenti sostenibili, quadruplicati tra il 2018 e il 2019.

Con queste premesse ci viene semplice capire che gran parte degli studi sia molto recente e potrà fornire da spunto sia per riflessioni puntuali che per nuove analisi future. Sempre in tema di

governance nel 2012 è stato condotto uno studio<sup>58</sup> che va a verificare la sua correlazione con le performance sociali. Alla sua base sono state formulate tre ipotesi secondo cui le imprese familiari performino socialmente meglio delle non familiari (H1), la presenza di una forte governance favorisca la performance sociale (H2) e che una governance forte moderi i rapporti tra family firm e output sociale (H3). Il campione è formato da 473 aziende con dati relativi alla Disclosure CSR e performance finanziaria raccolti sul database KLD. In totale le imprese familiari sono state 118, mentre le non family 355. Riguardo la distinzione tra le categorie, sono state considerate le 100 imprese familiari maggiori presenti nella rivista Family Business Magazine unitamente ad alcune aziende identificate “come familiari” in cui almeno il 5% del patrimonio aziendale fosse in mano ad un soggetto coinvolto attivamente nella gestione (es. ruolo di amministratore delegato). Per valutare invece la struttura di governance, si è fatto ricorso alla classificazione di Standard & Poor’s che nel 2001 pubblicò una revisione sulle politiche di governance che tiene in considerazione le sue varie dimensioni: proprietà e diritti degli investitori, trasparenza finanziaria, struttura del board e dei relativi processi di decisione. Mentre, riguardo l’aspetto etico-sociale, come detto precedentemente, si è fatto riferimento alle valutazioni di KLD, le quali considerano l’output dell’impresa con temi quali dipendenti, comunità, diversità, diritti umani, prodotti e ambiente. I risultati hanno dimostrato in parte l’ipotesi H1 in quanto vi è una relazione inversa tra la natura familiare e performance sociali negative, ma il forte riscontro sulla maggiore proattività delle azioni sociali di queste imprese è risultato poco significativo. Riguardo l’ipotesi H2, la quale non fa distinzione tra family e non family firm, si è registrato l’opposto di quanto sostenuto; infatti, sembrerebbe che la presenza di una forte governance non abbia una correlazione positiva con l’output etico-sociale. È possibile giustificare questo risultato col fatto che la presenza di diversità nel board, tipico delle imprese con una governance forte, rende l’impresa più suscettibile alle pressioni esterne, il che la spinge a promuovere politiche sociali più rischiose. Il dato fortemente interessante è che quindi la governance in generale vada poco a influenzare la performance sociale; tuttavia, una buona governance nelle imprese familiari le spinge a tenere una condotta CSR proattiva, evidenziando una relazione positiva tra governance e pratiche CSR. Lo stesso ragionamento non vale per le non family firm; infatti, non vi è un’evidenza sulla proattività della condotta sociale legata alla governance. Quest’ultima affermazione è evidentemente anche a supporto dell’ipotesi H3, la quale lega la governance alle performance sociali che, come sostenuto, sono positivamente correlate anche se in maniera debole, a differenza della più forte relazione tra governance e proattività CSR manifestata dalle family firm. In linea generale questo studio ci fornisce una prima interpretazione

---

<sup>58</sup> McGuire, Dow, Bakr (2012) - All in the family? Social performance and corporate governance in the family firm, Journal of Business Research 65 (2012) 1643–1650

dei legami tra governo societario e output sociale, ma presenta comunque dei punti di riflessione che possono essere utili per ulteriori analisi. Il periodo osservato è relativamente datato e breve ed è innegabile che nonostante l'introduzione di variabili di controllo per mitigare la forte distinzione sulle caratteristiche di governance dettata da S&P, la loro influenza sull'output del modello risulta comunque elevata, come sostenuto dagli autori stessi. Fermo restando queste premesse, si vedono comunque confermate le ipotesi della relazione tra governance e CSR nelle family firm, se non dal lato dei risultati almeno dal punto di vista della condotta e dell'attenzione alla tematica, oltre che la diversa evidenza empirica rispetto alle imprese non familiari.

Naturalmente la letteratura si compone anche di risultati e opinioni contrastanti poiché, come è evidente, non in tutti i contesti è possibile affermare quanto precedentemente sostenuto. Infatti, il caso analizzato valutava un campione di imprese familiari statunitensi e di conseguenza sovrviene il dubbio che in contesti con un tessuto economico-sociale differente possano essere confermate le stesse ipotesi. Ad esempio, è stata condotta un'analisi<sup>59</sup> abbastanza simile per i Paesi dell'Asia che ha valutato più aspetti legati al binomio family firm – CSR. Tra questi è stata sempre trattata la relazione tra performance sociale e la proprietà familiare, che sembra essere negativa, dimostrando che le non family firm riescano a performare in modo migliore. Lo studio è molto approfondito e valuta differenti relazioni tra l'output CSR e diverse componenti che possono contribuire a spiegare il fenomeno come, ad esempio, la corporate governance, l'ambiente istituzionale, i grandi azionisti ecc. Per cercare di spiegare al meglio il fenomeno, gli autori hanno scomposto l'aspetto della governance familiare in più sottodimensioni in modo da verificarne il singolo contributo. Il campione esaminato è abbastanza elevato, conta 3400 imprese di nove Stati diversi dell'Asia orientale (Hong Kong, Indonesia, Giappone, Malesia, Filippine, Singapore, Corea del Sud, Taiwan e Thailandia) osservate in un buon intervallo di tempo, ossia tra 2002 e il 2011.

Il primo aspetto valutato è stata la relazione tra CSR e proprietà familiare che si è dimostrata negativa, delineando performance peggiori del 7,4% rispetto alle non family firm. Inoltre, la presenza di un amministratore familiare aggrava questo trend riducendo in media le prestazioni del 15,9%. Inoltre, la performance ESG è stata a sua volta scomposta, facendo emergere un dato fortemente negativo in tema Environmental (ambiente), anche se in generale l'output combinato è sempre a sfavore delle family firm.

Riguardo invece la correlazione con la governance, sono state valutate più sottodimensioni: costi di agenzia, struttura della proprietà e struttura del consiglio. In merito ai costi di agenzia, come ci si

---

<sup>59</sup> El Ghoul, Guedhami, Wang, Kwok (2016) - Family control and corporate social responsibility, *Journal of Banking and Finance* 73 (2016) 131–146

aspettava, la relazione negativa vale solo per quelle imprese con dei costi relativamente più elevati, in quanto hanno un effetto negativo sulla governance in generale. Mentre, riguardo la struttura della proprietà è stata valutata la presenza di altri soci e quindi il grado di concentrazione della proprietà familiare: in questo senso è emersa una relazione negativa tra l'entità del controllo familiare e l'output CSR, dimostrando che una maggiore proprietà familiare unita ad un controllo più basso degli altri soci genera performance CSR peggiori. Un dato rilevante è anche quello derivato dalla struttura del consiglio, dal quale si evince che l'esperienza finanziaria del board è molto importante in quanto ad un numero basso di amministratori esperti corrisponde un peggior rendimento sociale per le family firm. Tuttavia, a parità di condizioni e quindi con una governance abbastanza forte, esperta e con poco impatto dei costi di agenzia, le family firm performano in maniera simile alle non familiari.

Infine, l'ultimo aspetto considerato è quello inerente al contesto istituzionale e su questo un forte impatto è esercitato dalla libertà dei media e dalle connessioni politiche. È emerso che nei Paesi con una libertà della stampa medio-bassa, si nota un acutizzarsi dell'output negativo per family firm, che vengono penalizzate più delle imprese tradizionali. Questo può essere in qualche modo spiegato dalla forte presenza dello Stato nelle altre tipologie di aziende, il che mina la discrezione dei mass-media nella divulgazione di notizie in merito alle pratiche aziendali. Le connessioni politiche hanno il medesimo effetto: la presenza di lobby volte a favorire le imprese sia familiari che non, disincentiva il loro impegno in campo CSR in quanto, a prescindere dalle proprie performance, si vedono ricompensate di aiuti e agevolazioni da parte della classe politica del Paese. Di conseguenza, maggiore è il grado di connessione politica, peggiore sarà la performance sociale dell'impresa.

Lo studio nel suo complesso è risultato fondamentale per dare uno spunto critico alle nostre riflessioni. Non è sempre confermata la relazione positiva tra family firm e CSR, in quanto le condizioni del tessuto in cui essa opera possono decisamente fare la differenza. Nei Paesi asiatici, in cui l'attenzione alle pratiche CSR è inferiore e c'è un'alta presenza dello Stato nelle aziende più rilevanti, infatti la relazione positiva viene meno, aggravando la posizione delle imprese familiari che vedono la loro natura come fattore penalizzante per una migliore performance sociale.

Tornando su concetti più astratti legati alla condotta CSR, un tema che si riallaccia agli studi di Marques e Presas è il coinvolgimento familiare e come esso impatta sulle performance sociali. In questo senso assume una notevole importanza il ruolo della precedentemente citata "ricchezza socio-emotiva". Essa è stata oggetto di interpretazioni di altri studiosi, come, ad esempio, Block e

Wagner<sup>60</sup>, i quali si sono soffermati sulla sua correlazione con la proprietà e gli amministratori familiari. In linea generale si parte dalla supposizione che le famiglie proprietarie si preoccupino maggiormente della reputazione aziendale rispetto ad altri tipi di proprietari a causa delle ragioni che abbiamo già evidenziato. Sempre in quest'ottica la famosa ricchezza socio-emotiva fornisce alla famiglia un beneficio extra-economico che le permette di ricevere riconoscimenti per le attività sociali e ottenere prestigio nella comunità locale. In forza di questo, le famiglie cercano di preservare tale ricchezza e sono di conseguenza più attente e preoccupate ai temi legati alla reputazione aziendale e alle performance sociali. Sulla base di queste affermazioni, gli autori hanno cercato di verificare l'ipotesi (H1a) secondo cui le family firm hanno un numero inferiore di preoccupazioni legate alla CSR. Ma l'analisi è volta anche ad analizzare il comportamento del CEO familiare, in quanto la sua natura lo rende maggiormente legato all'azienda e alla sua storia. Tuttavia, essi non competono sul mercato dei manager, il che può incentivarli a curarsi meno delle performance finanziarie dell'impresa, anche se la difficoltà di cambiare azienda, perché legati alla famiglia, causa loro un maggiore impatto del peggioramento della reputazione legata all'output sociale. In forza di queste supposizioni, la presenza di un CEO familiare, più attento alla condotta etica, dovrebbe gravare meno ai fini delle preoccupazioni in tema CSR e proprio su questo si basa l'ipotesi H1b. Una certa attenzione è dedicata anche alla natura e alla presenza nell'assetto dell'impresa di soci fondatori. Questi ultimi sono psicologicamente attaccati e impegnati nelle loro aziende, di conseguenza esercitano una forte influenza sulla strategia aziendale. Analogamente alle precedenti supposizioni, si vuole verificare anche per questi casi se la presenza di soci fondatori vada a ridurre l'entità delle preoccupazioni legata alla CSR (ipotesi H2a). Anche in questo caso, è stata analizzata la posizione di un eventuale CEO familiare ma anche fondatore, il quale contrariamente alle ipotesi precedenti, dovrebbe aumentare l'entità della preoccupazione in tema CSR (ipotesi H2b). Ciò deriva dal fatto che il CEO fondatore tende a operare più come imprenditore che come amministratore del patrimonio familiare. In questo contesto, essi sono più propensi a sviluppare strategie che mirano maggiormente alla crescita economica dell'impresa che al suo arricchimento in termini di valori familiari e sociali. Come sappiamo le pratiche CSR hanno un costo e proprio per questo possono ledere la crescita in termini economici dell'impresa, assumendo un ruolo secondario nella gestione per il CEO. Il campione analizzato parte dalle 500 imprese statunitensi di Standard & Poor's, osservate tra il 1994 e il 2002 per le quali, oltre ai dati economico-finanziari e relativi alla proprietà, sono state registrate le variabili etico-sociali dettate da KLD, analogamente al caso precedente. In questo intervallo di tempo, alcune aziende non erano

---

<sup>60</sup> Block, Wagner (2014) - Ownership versus management effects on corporate social responsibility concerns in large family and founder firms, *Journal of Family Business Strategy* 5 (2014) 339–346

quotate, mentre altre non avevano registrato dati relativi alle performance sociali, a causa di ciò il campione si è ridotto a 399 imprese. Mentre, per l'identificazione della proprietà vengono definiti fondatori quei proprietari di aziende in cui nessun parente è coinvolto nella proprietà. La natura familiare, invece, è delineata quando due o più soggetti della famiglia fondatrice sono coinvolti nella compagine proprietaria. Vien da sé comprendere che le ulteriori ipotesi basate sui CEO, prevedono l'assunzione di questo ruolo da parte degli stessi soggetti che abbiamo appena descritto. Una variabile di controllo inserita è invece il settore di appartenenza poiché, come ben sappiamo, potrebbe destabilizzare l'entità delle preoccupazioni in tema CSR e risultare fuorviante.

Analizzando l'output della ricerca, si evince che la proprietà familiare effettivamente vada a incidere positivamente sulla riduzione dei problemi etico-sociali (H1a), mentre la presenza di un CEO familiare (H1b) andrebbe a impattare negativamente sul problema. La motivazione va probabilmente ricercata sulla base che, essendo coinvolti nella gestione, la gravosità delle scelte che possono ripercuotersi sulla reputazione va a scatenare nei CEO uno stato di maggior preoccupazione. In questo senso, maggiore è l'attenzione della proprietà su determinati temi, maggiore è l'impatto sul manager. Non è un caso che in settori come quello bancario-finanziario, dove l'operato degli amministratori è oggetto di continue valutazioni, l'impatto sia maggiormente gravoso in quanto i manager devono principalmente considerare i rendimenti finanziari, con un conseguente compromesso in termini di impegno in ambito CSR. Riguardo alle imprese con soci fondatori, si vede confermata l'ipotesi di una riduzione della riduzione delle preoccupazioni etico-sociali (H2a) in quanto, così come per le familiari, l'importanza della reputazione svolge un ruolo fondamentale esortando la proprietà fondatrice a gestire meglio il fenomeno e riducendo di conseguenza le preoccupazioni relative. Tuttavia, quando il CEO coincide col socio fondatore, l'aumento delle preoccupazioni è ancor più significativo che nel caso del CEO familiare, il che conferma la teoria alla base dell'ipotesi H2b, ossia che essendo loro il motivo unico dell'esistenza dell'impresa continuano a seguire una logica imprenditoriale più dei CEO familiari in quanto questi ultimi sono più inclini a gestire controversie in temi diversi da quelli economici. I fondatori invece si preoccupano principalmente del business e della sua crescita nel tempo a discapito delle esigenze di vari gruppi di stakeholder esterni, generando una maggiore preoccupazione per la condotta CSR. Nel suo insieme lo studio va a dimostrare l'effetto positivo che una proprietà forte e concentrata ha in tema etico-sociale in quanto più attenta alla sua ricchezza socio-emotiva e di conseguenza al suo capitale reputazionale. Tuttavia, in una logica di gestione gli amministratori, indipendentemente dalla loro natura, avvertono una pressione maggiore in caso di conflitti sulle tematiche etico-sociali con motivazioni alla base diverse. Per i CEO fondatori le maggiori preoccupazioni sono dovute alla loro natura che li esorta a concentrarsi sulla crescita del business prediligendo una visione

imprenditoriale, mentre i CEO familiari soffrono meno questa condizione, anche se le pressioni della proprietà per i risultati economici tendono a distogliere la loro attenzione dalle pratiche CSR, generando una maggiore preoccupazione. Il risultato utile a supporto della tesi è che comunque le proprietà a matrice familiare vadano a influenzare positivamente le performance sociali. Tuttavia, la presenza di amministratori direttamente impegnati nella gestione può rappresentare una fonte di preoccupazione poiché essi, essendo impegnati sia sulla dimensione della gestione aziendale che del patrimonio familiare, rischiano di non riuscire a gestire il trade off tra crescita economica e condotta CSR.

Di fatto la letteratura, anche da un punto di vista empirico, sembra convergere verso il supporto della teoria sulla migliore performance delle family firm, fermo restando le confutazioni dovute alle particolari condizioni del contesto economico-sociale in cui esse operano, come ad esempio il caso dell'Asia orientale. In generale in economie come quelle di Europa e Stati Uniti il fenomeno family firm sembra avere un buon impatto sull'attenzione e le migliori performance etico-sociali. La sua rilevanza non ha solo un risvolto pratico/analitico sui risultati del ranking ESG, ma svolge anche un ruolo nella legittimazione dell'impresa col territorio.

Dal punto di vista di questa tesi risulta molto importante il contributo fornito da Abeysekeraa e Fernando<sup>61</sup> [2020], i quali hanno verificato la teoria secondo cui le family firm siano più rispettose degli interessi degli azionisti in merito agli investimenti nella sostenibilità rispetto alle imprese tradizionali. Tuttavia, se c'è divergenza tra azionisti e società, le imprese familiari registrano solitamente un livello significativamente inferiore degli investimenti rispetto alle imprese non familiari. Questo lavoro è molto significativo in quanto la metodologia utilizzata mira a ridurre al massimo le ambiguità dei risultati. Il campione conta 232 imprese osservate tra il 2001 e 2009, dopo aver filtrato quelle per cui i dati KLD non erano interamente disponibili. Naturalmente oltre le variabili ESG, sono stati tenuti in considerazione i parametri relativi alle performance economico-finanziarie, la struttura proprietaria e di governance oltre che il settore di appartenenza. Per dare robustezza all'analisi sono state considerate due tipi di valutazione CSR, ossia quelle di KLD, basate su punti di forza e preoccupazioni CSR e quelle del dataset ASSET4 di Thomson Reuters, principalmente focalizzato sui punti di forza CSR. Tuttavia, le valutazioni riguardanti le preoccupazioni potrebbero essere viziate da qualche errore dovuto alla mancanza delle stesse nel dataset alternativo, proprio per questo vanno considerate con cautela. Oltre all'inserimento di alcune variabili di controllo, sono stati introdotti anche parametri relativi al rigore normativo in tema CSR

---

<sup>61</sup> Abeysekeraa, Fernando (2020) - Corporate social responsibility versus corporate shareholder responsibility: A family firm perspective, *Journal of Corporate Finance* 61 (2020) 101370

che sicuramente contribuisce all'output stesso delle imprese. Andando ad analizzare nel dettaglio i risultati della ricerca, si evince una relazione negativa tra numero di punti di forza CSR e controllo familiare, questo confermerebbe una prima ipotesi dello studio, ossia che le imprese non investono su temi CSR non valutati dagli azionisti. Valutando invece l'entità dei diritti di controllo in mano alla famiglia piuttosto che la semplice natura familiare, sempre in relazione agli azionisti si conferma una forte relazione negativa tra grado del controllo familiare e punti di forza CSR. Al fine di far luce sullo stato familiare e dettagliare le varie opzioni possibili, si è analizzato come il coinvolgimento nella direzione da parte della famiglia vada a incidere su punti di forza e preoccupazioni. In tal senso sono state considerate tre tipologie di situazioni: imprese con CEO fondatore, imprese con CEO discendente e imprese con CEO estraneo alla famiglia. In ogni caso i risultati sono coerenti con quanto all'inizio sostenuto, ossia viene confermata la relazione negativa tra natura delle imprese e punti di forza CSR. Quest'ultima valutazione è stata fatta per evitare distorsioni dovute alla diversa presenza familiare nella direzione aziendale. L'output generale di questa analisi è probabilmente da giustificare con il già noto problema dei costi di agenzia. In questi casi, visto che gli amministratori agiscono spesso nell'interesse del loro stesso patrimonio familiare, c'è una minor necessità di controllo da parte degli azionisti familiari, i quali sono tranquilli e fiduciosi sull'operato della direzione. Rispetto al rigore normativo il risultato rispetta le attese, in quanto con un maggior rigore aumentano i punti di forza e diminuiscono le preoccupazioni CSR. Mentre, analizzando le family firm, il rigore normativo più alto le fa rendere meno rispetto alle non familiari in termini di punti di forza. Il lato positivo è che le preoccupazioni si dimostrano negativamente correlate coi punti di forza, come ci si aspetta, ma per le family firm il dato è ancora più significativo rispetto alle tradizionali.

Nel suo complesso l'analisi va a fornire più spunti di riflessione in quanto se, da un lato la natura familiare va a ridurre le preoccupazioni in tema CSR, dall'altro sembra che i punti di forza CSR siano direttamente collegati agli azionisti familiari. Il che supporterebbe l'ipotesi di un discreto opportunismo da parte delle family firm in materia CSR, le quali investirebbero principalmente in pratiche in linea col parere degli azionisti a discapito delle performance etico-sociali in generale. Inoltre, si evince che il rigore normativo penalizza maggiormente le family firm che restituiscono un output inferiore di performance etico-sociale. Anche su questo si potrebbe argomentare in quanto viene da pensare che in assenza di una condotta etica che nasca dai valori intrinseci della famiglia, l'output dettato dalle normative sia più gravoso e meno performante per le imprese familiari che, probabilmente, subiscono di più le imposizioni rispetto ad imprese che hanno un approccio più formale alla CSR.

In conclusione, è evidente che le relazioni tra CSR e family firm esistano e siano oggetto di un continuo dibattito tra filosofi, economisti e studiosi in genere. La rilevanza del fenomeno è cresciuta parallelamente all'importanza del rating ESG stesso che, oggi più che mai, in un contesto di crisi economica, surriscaldamento globale, diritti dei lavoratori minacciati e carenza di risorse, sembra insistere nella maggior parte delle trattazioni economico-sociali. È impossibile affermare con certezza che le family firm siano più attente e performanti rispetto alle pratiche CSR, ma è innegabile che la loro natura, già frutto dell'allineamento tra valori familiari e imprenditoriali, le renda predisposte all'intraprendere di azioni e di politiche etico-sociali.

Tuttavia, l'obiettivo di questa tesi, dopo aver fornito tutti gli strumenti necessari alla comprensione delle caratteristiche e dell'evoluzione della CSR e delle family firm, è quello di ricercare un'evidenza empirica limitatamente alle imprese italiane. Per fare ciò sarà necessario raccogliere delle variabili che siano significative ai fini della ricerca. In tal senso, il lavoro precedentemente citato di Fernando può fornire uno spunto per delimitare l'ambito di lavoro.

Nel paragrafo successivo valuteremo brevemente l'evoluzione e la letteratura relativa all'aspetto finanziario legato all'ESG. Questo potrà offrire una panoramica sulla rilevanza del fenomeno anche in questo settore, oltre che dare la possibilità di introdurre due fattori che saranno importanti nella ricerca empirica, ossia l'Osservatorio ESG de Il sole 24 Ore e l'indice MIB ESG della Borsa valori di Milano. Successivamente, si passerà invece all'analisi vera e propria.

### **3.5 L'aspetto finanziario del rating ESG**

Per comprendere l'aumento della rilevanza del tema legato alla Corporate Social Responsibility è sufficiente partire dal dato rilevato dal Governance & Accountability Institute, il quale afferma che nel 2018 l'86% delle 500 imprese presenti in S&P ha redatto rapporti sulla condotta etico-sociale, situazione che surclassa il 20% registrato nel 2011.

Il risvolto non è solamente legato alla Disclosure, ma anche all'interesse degli investitori che solo nel 2019 hanno quadruplicato la richiesta di investimenti sostenibili rispetto all'anno precedente, con un giro d'affari che si attesta attorno ai 20 miliardi di dollari.

Inoltre, sempre più investitori si sono uniformati ai Principles of Responsible Investment (PRI) utilizzando un approccio etico-sostenibile nelle loro decisioni. Non è un caso che il valore gli asset gestiti negli investimenti sia passato dai 6,5 trilioni del 2006 agli 86 trilioni del 2019.

Tuttavia, anche in ambito finanziario vi è la presenza di un continuo dibattito sulla correlazione tra condotta CSR e performance. Alcuni studi hanno dimostrato la mancanza di un'evidente correlazione se non addirittura negativa. Altri, invece, hanno verificato la presenza di alcuni effetti positivi sulle performance dell'impresa.

Gli studi finanziari si avvalgono di una varietà di tecniche per stimare la relazione tra la performance dell'impresa e le scelte ESG, come, ad esempio, la performance operativa, i rendimenti delle azioni a breve o lungo termine e la  $q$  di Tobin.

Nel 2014 Di Giuli e Kostovetsky hanno esaminato la relazione tra le variazioni ESG su 3 anni e le contemporanee crescite dei ricavi, le quali si sono dimostrate non correlate. Hanno riscontrato inoltre una relazione negativa dei rendimenti azionari delle imprese che hanno registrato variazioni ESG positive, andando a confermare che ogni azione di miglioramento delle performance etico-sociali va a ridurre il valore dell'impresa. Secondo gli studiosi la motivazione della sottoperformance dei rendimenti è da attribuire alla "reazione ritardata del mercato all'ESG derivante dai ritardi nell'apprendimento da parte degli investitori delle modifiche alle politiche di CSR".

Anche Masulis e Reza nel 2015 sostengono che il mercato azionario reagisce negativamente all'annuncio di azioni etico-sociali da parte delle imprese, suggerendo che questo tipo di attività CSR non è apprezzato dagli investitori. Successivamente Servaes e Tamayo nel 2013 esaminano la correlazione tra valore d'impresa e attributi CSR, dimostrando una certa dipendenza giustificata dal livello di pubblicità. Gli autori vanno a confermare quanto abbiamo sostenuto precedentemente in questa tesi, ossia che la comunicazione sociale, intesa in questo caso come "pubblicità" è fondamentale e può, secondo quanto da loro dimostrato, rendere utili le azioni in tema CSR. Certamente, in questo contesto, l'importanza della condotta viene dopo l'annuncio della stessa ledendo di fatto la sua natura intrinseca e generando dei dubbi relativi all'impatto sul valore dell'impresa.

Oltre a coloro che hanno dimostrato il loro scetticismo verso la relazione CSR - valore d'impresa, ci sono anche dei soggetti che hanno invece fornito delle tesi a supporto di questa teoria, che sembrerebbero addirittura più numerosi. In tal senso si potrebbe partire dal rovescio della medaglia di quanto sostenuto da Servaes e Tamayo, poiché nonostante sia la pubblicità (combinata alla condotta CSR) il fattore discriminante del miglioramento delle performance finanziarie, è comunque evidente l'influenza diretta del rating ESG, senza il quale non ci sarebbe alcun'evidenza. Un altro esempio è quello di Liang e Renneboog, i quali confutano la tesi di Reza verificando che a seguito di donazioni in beneficenza ci siano reazioni positive che aumentano il valore d'impresa e

migliorano le performance operative. Anche Barco nel 2018 analizza i rendimenti delle imprese con azionisti che esortano la direzione a intraprendere pratiche CSR, dimostrando che esse performano meglio in termini azionari rispetto alle aziende non attente alla tematica. Alcune analisi, come quelle di Zhang e Tang nel 2020 e Flammer nel 2021, sono state fatte invece in merito all'emissione di green bond, ossia degli strumenti finanziari che servono a supportare progetti che presentano benefici ambientali positivi. Sono emersi dei risultati abbastanza convergenti sulla reazione positiva del mercato azionario alla loro emissione. Essi generano anche un miglioramento delle performance ESG delle imprese che li emettono; tuttavia, resta il dubbio relativo al fatto che queste azioni possano essere intraprese anche da aziende con un cattivo rendimento ESG.

In conclusione, anche riguardo l'aspetto finanziario è sempre acceso il dibattito sull'efficacia e sulla positività della condotta CSR. Non è possibile affermare con certezza che sempre e comunque ci sia una relazione positiva delle performance ESG con le variabili economico-finanziarie legate all'impresa. È tuttavia innegabile che l'importanza delle pratiche etico-sociali e la loro rilevanza nel contesto degli investimenti abbia raggiunto dei livelli davvero significativi e di conseguenza sempre più investitori la rendono driver delle proprie decisioni.

In Italia il rating ESG ha raggiunto un buon livello d'interesse e sempre più operatori si interfacciano col fenomeno contribuendo al suo sviluppo. Ad esempio, uno degli organi di stampa economica più rilevanti nel Paese, il Sole 24 Ore, ha sviluppato un vero e proprio "Osservatorio ESG" atto a monitorare l'andamento in termini etici, sociali e finanziari di alcune pmi quotate nella Borsa di Milano. Nel 2021 conta 117 imprese osservate provenienti da settori abbastanza variegati di cui il 54,7% in linea con gli obiettivi ambientali e il 69,2% impegnate nello sviluppo di una Policy ambientale. Il dato degli obiettivi sociali scende al 41% anche se la quasi totalità delle imprese si impegna a garantire le pari opportunità e il rispetto dei diritti umani. Riguardo la governance cresce decisamente nel 2021 rispetto al 2020 la % di imprese (36,8%) in cui la remunerazione dei manager dipende dai risultati in tema CSR, oltre che la % di imprese che hanno una figura responsabile delle pratiche etico-sociali (64,1%).

Sicuramente l'apice negli ultimi anni dell'importanza finanziaria del rating ESG è stato raggiunto nel novembre 2021 con l'introduzione dell'indice della Borsa Italiana "MIB ESG" col quale la finanza italiana mira a incentivare l'applicazione di criteri di sostenibilità in azienda secondo i principi del Global Compact delle Nazioni Unite. Al momento conta 40 imprese con l'obiettivo a lungo termine di includerne sempre di più in quanto, ad oggi, per una grande impresa essere esclusa da questa selezione equivale a perdere l'etichetta della sostenibilità, il che limita l'accesso ad un mercato che nel 2021, secondo Bloomberg, si attesta attorno ai 37,8 mld.

## 4. Capitolo 4: Descrizione del campione e delle variabili

Il campione è costituito da 87 imprese italiane quotate al 31/12/2021 alla borsa di Milano osservate per un periodo temporale pari a 5 anni, ossia dal 2017 al 2021.

Inizialmente, il campione era più numeroso, tuttavia, sono state poi escluse le imprese che fanno parte del settore bancario e assicurativo. Dopo questo primo filtro, alcune delle imprese rimaste, purtroppo non presentavano l'ESG Score di Thomson Reuters, variabile dello studio in oggetto. È stato quindi necessario rimuovere anche queste ultime e osservare solo le imprese che, tra il 2017 e il 2021, abbiano ricevuto almeno una valutazione ESG da parte di Thomson Reuters.

Per tutte le 87 imprese, sono stati raccolti dati sulla proprietà, sulle performance economico-finanziarie e sulle performance etico-sociali.

Per quanto riguarda i dati economico-finanziari così come quelli ESG, essi sono stati reperiti sulla piattaforma Eikon di Thomson Reuters. Mentre, i valori relativi alla proprietà e al controllo sono frutto di una ricerca impresa per impresa sul sito della CONSOB con ricerche esterne sui legami di parentela di amministratori e presidenti.

Valutando nel dettaglio il campione, possiamo evidenziare nella figura 4.1 a quali settori appartengono le imprese osservate:

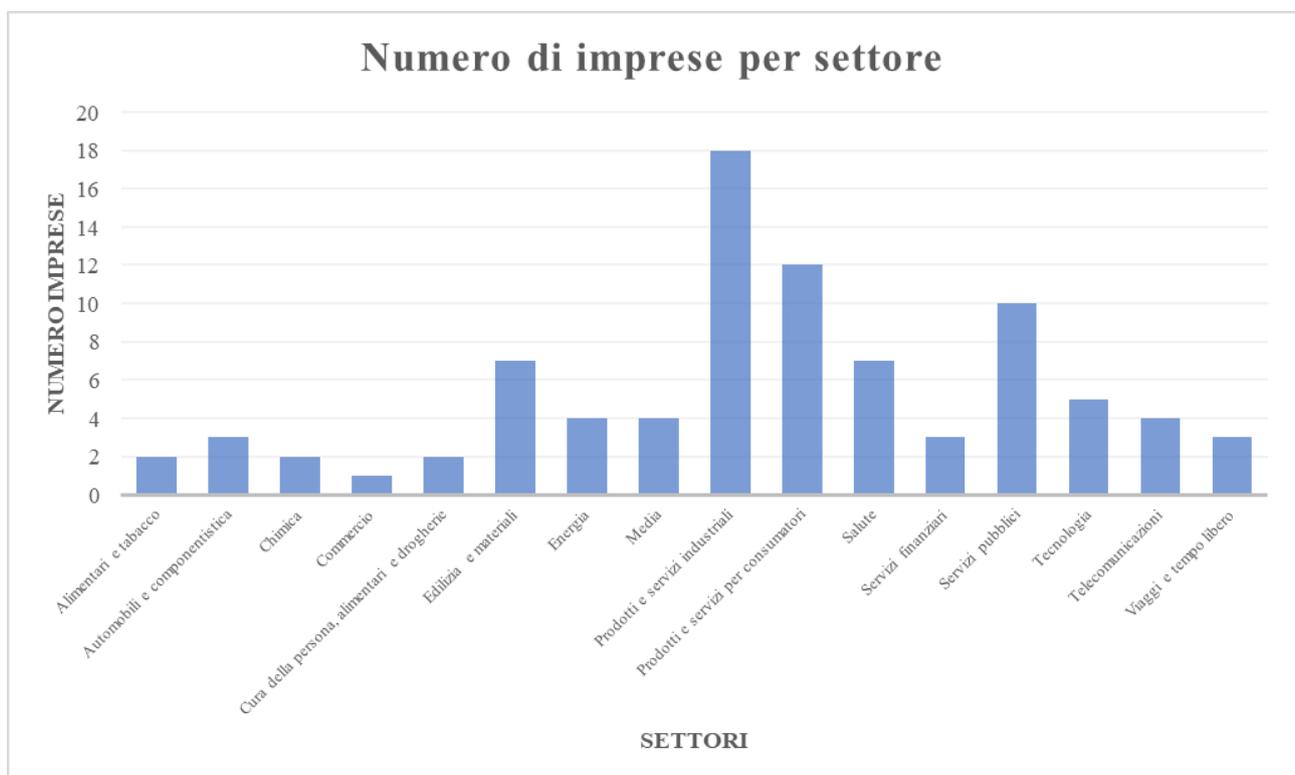


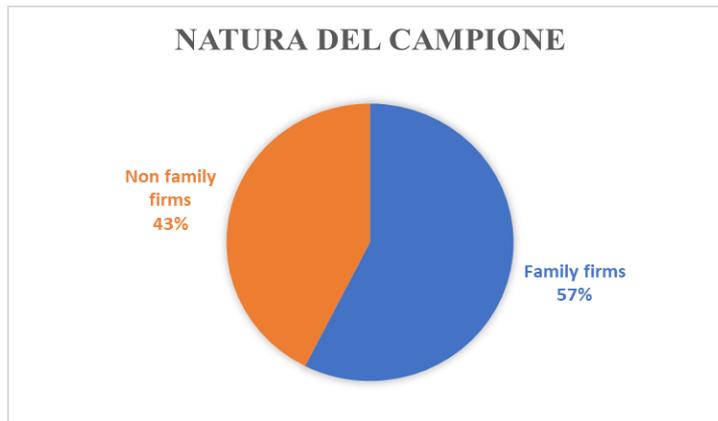
Figura 4.1 - Numero di imprese per settore di appartenenza

I settori presi in considerazione sono quelli definiti dalla Borsa Italiana, ossia: Alimentari e tabacco; Automobili e componentistica; Chimica; Commercio; Cura della persona, alimentari e drogherie; Edilizia e materiali; Energia; Media, Prodotti e servizi industriali; Prodotti e servizi per consumatori; Salute; Servizi finanziari; Tecnologia; Telecomunicazioni; Viaggi e tempo libero.

È evidente che la maggior parte delle imprese faccia capo al settore relativo ai Prodotti e servizi industriali, il quale conta 18 imprese, ossia circa il 21% del campione. Ma anche per le aziende che producono Prodotti e servizi per i consumatori vi è una buona rappresentanza, esse sono 12, ossia il 14% del totale. Al terzo posto troviamo invece le imprese che si occupano di Servizi Pubblici che rappresentano più dell'11% del campione (10 imprese). Tutti i rimanenti settori hanno una percentuale di imprese inferiore all'8% circa e sono di seguito elencati:

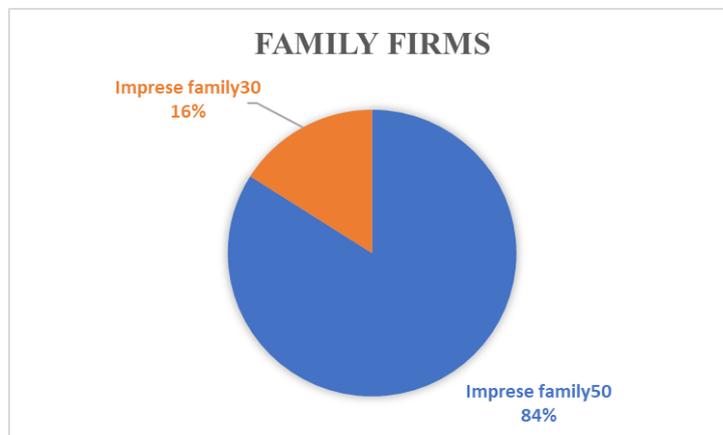
- Edilizia e materiali: 7 imprese (8,05%);
- Salute: 7 imprese (8,05%)
- Tecnologia: 5 imprese (5,75%)
- Energia: 4 imprese (3,45%);
- Media: 4 imprese (3,45%);
- Telecomunicazioni: 4 imprese (4,60%);
- Automobili e componentistica: 3 imprese (3,45%);
- Viaggi e tempo libero: 3 imprese (3,45%);
- Alimentari e tabacco: 2 imprese (2,30%);
- Cura della persona, alimentari e drogherie: 2 imprese (2,30%);
- Chimica: 2 imprese (2,30%);
- Commercio: 1 impresa (1,15%).

In questa tesi si è discusso sulla natura familiare di un'impresa valutando una molteplicità di definizioni; tuttavia, ai fini statistici, per la nostra analisi intendiamo per family firm un'impresa in cui l'azionista di maggioranza è una famiglia, la quale detiene almeno il 30% del capitale azionario. Analizzando i dati, risulta che il 57% delle imprese del campione è di natura familiare, mentre il restante 43% è non-familiare, come è possibile notare nella figura 4.2.



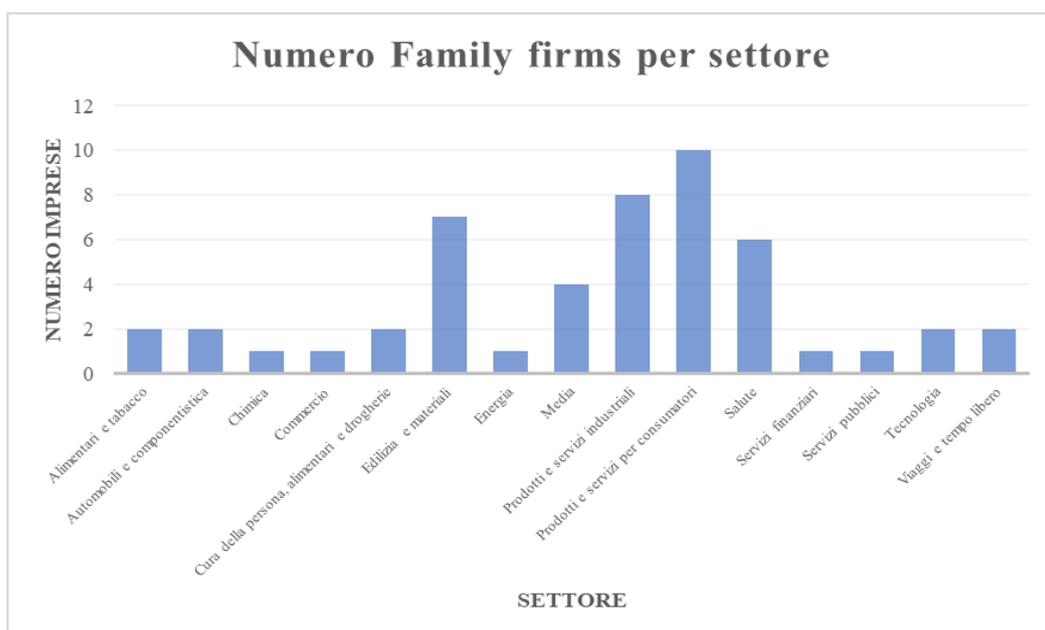
**Figura 4.2 - Natura del campione: percentuale di family firms e di non-family firms**

Tra le imprese familiari, invece, è risultato che per la maggioranza di esse (84%), la percentuale di azioni in mano alla famiglia sia maggiore o uguale al 50%, come è possibile vedere nella figura 4.3:



**Figura 4.3 – Percentuale di family30 e di family50 tra le family firms**

Come osservato precedentemente, è possibile andare a verificare se i settori di appartenenza delle imprese confermino le loro tendenze anche per le family firms:



**Figura 4.4 – Numero di imprese di natura familiare per settore di appartenenza**

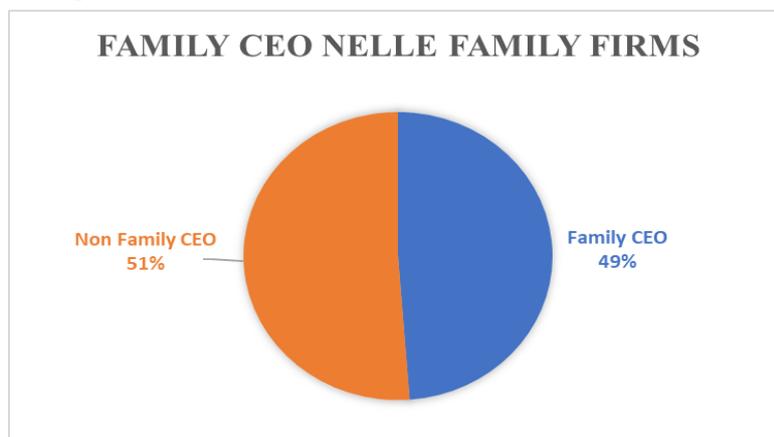
Analizzando la figura 4.4, si nota che il podio cambia la sua conformazione rispetto al dato complessivo del campione (figura 4.1); tuttavia, vi è una rappresentanza di imprese familiari per tutti i settori ad eccezione delle Telecomunicazioni.

Per le family firms il settore con il più alto numero di imprese è quello relativo ai Prodotti e servizi per consumatori, il quale conta 10 imprese su 50, ossia il 20% delle family firms. Al secondo posto troviamo il settore relativo ai Prodotti e servizi industriali, che è il più rappresentato considerando l'intero campione, ma che in questo caso conta 8 imprese, ossia il 16% del sottogruppo. Subito dopo si registra un settore che non è presente nel podio del campione globale, ossia quello relativo all'Edilizia e ai materiali, che in questo caso è rappresentato da 7 imprese, 14% del totale.

Di seguito, invece, i settori con meno del 7%:

- Salute: 6 imprese (12%)
- Media: 4 imprese (8%);
- Tecnologia: 2 imprese (4 %)
- Automobili e componentistica: 2 imprese (4%);
- Viaggi e tempo libero: 2 imprese (4%);
- Alimentari e tabacco: 2 imprese (4%);
- Cura della persona, alimentari e drogherie: 2 imprese (4%);
- Chimica: 2 imprese (2%);
- Servizi finanziari: 1 impresa (1%);
- Servizi pubblici: 1 impresa (2%);
- Energia: 1 impresa (2 %);
- Commercio: 1 impresa (2%).

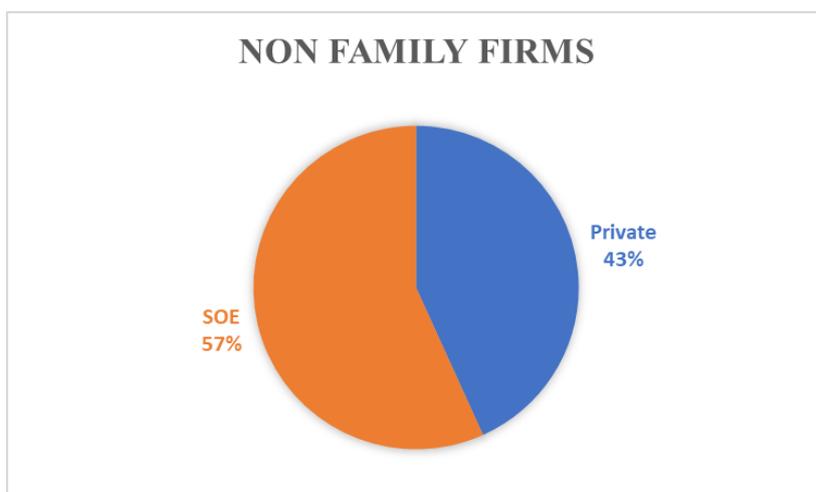
Un altro dato di estremo interesse è, inoltre, quanto le family firms siano propense ad affidare il ruolo di CEO ad un componente familiare:



**Figura 4.5 – Percentuale dei Ceo familiari e Non nelle family firms**

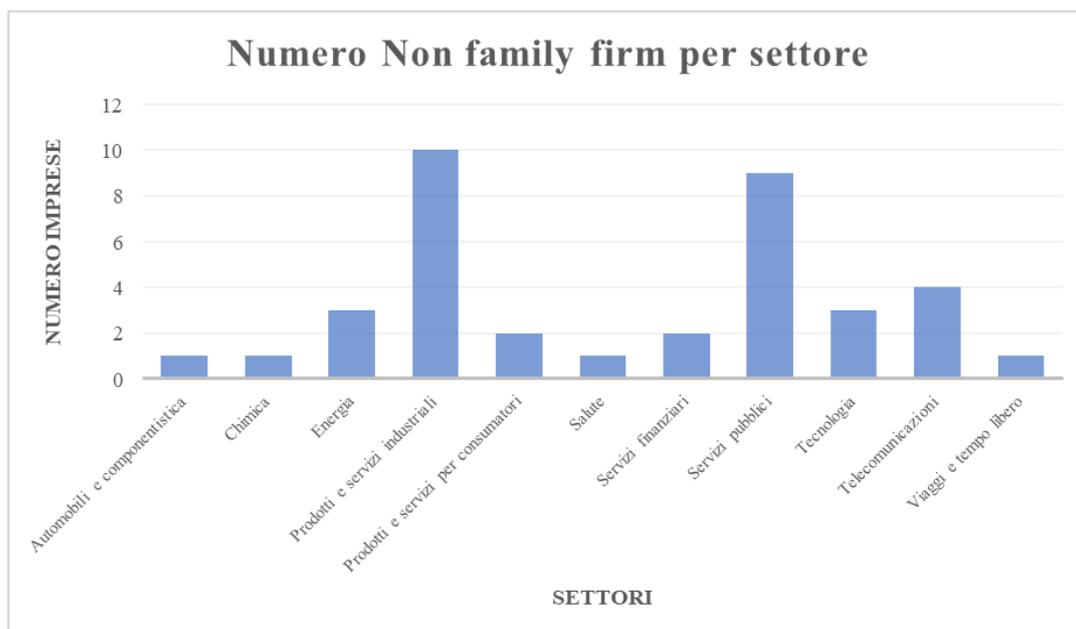
Il dato che si legge nella figura 4.5 va a confermare che 1 family firm su 2 decide di optare per un CEO non familiare, la motivazione è probabilmente da ricercare nel fatto che, nonostante esse siano delle family firms, nella metà dei casi la loro grandezza e importanza le porti a ricorrere al mercato dei manager ritenendo forse che un professionista esterno nel loro assetto societario possa portare un migliore beneficio rispetto ad una figura interna all'azienda. Tuttavia, questo non mina sicuramente la loro natura familiare in quanto alle spalle del CEO vi è una struttura societaria fortemente familiare che in qualche modo va comunque ad influenzare la gestione.

Soffermandoci invece sulle non family firms, si nota che le imprese di natura statale (SOE) rappresentano il 53%, mentre il restante 43% ha semplice natura privata (figura 4.6):



**Figura 4.6 – Percentuale di SOE e private firms tra le non family firms**

Sempre nel contesto delle non-family firms possiamo verificare quanto fatto con le imprese familiari relativamente ai settori di appartenenza, così da comprendere come cambi la conformazione del dato (figura 4.7):



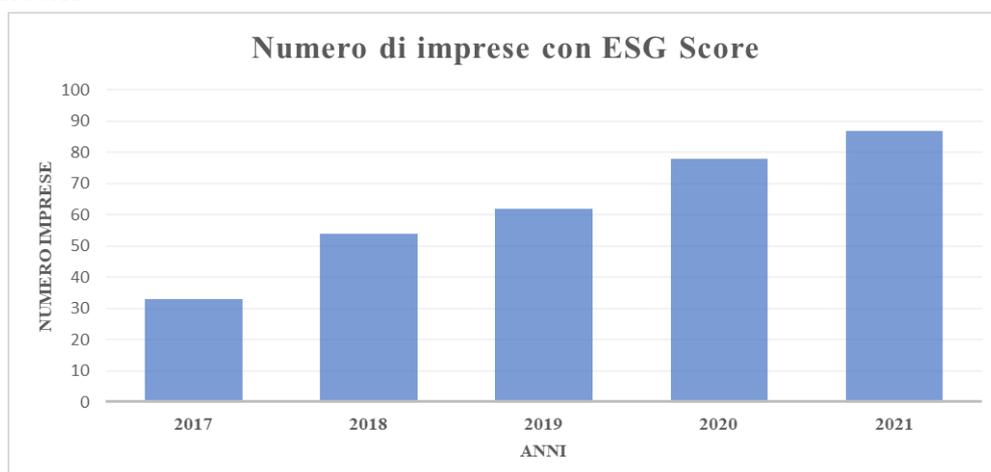
**Figura 4.7 - Numero di imprese di natura non familiare per settore di appartenenza**

In questo caso, come evidente nella figura 4.7, la conformazione cambia decisamente: sono infatti molteplici i settori non rappresentati come ad esempio quelli relativi all'Edilizia e ai materiali, ai Media, al Commercio, agli Alimentari e tabacco e alla Cura della persona, alimentari e drogherie.

Inoltre, anche i primi 3 settori per numero di imprese sono diversi sia dal campione complessivo che dalle familiari: il primo posto è occupato dal settore relativo ai Prodotti e servizi industriali, il quale conta 10 imprese su 37, pari al 27% del campione. Al secondo posto troviamo invece le imprese che si occupano di Servizi Pubblici, le quali rappresentano più del 24% delle imprese non familiari (9 imprese), a testimonianza della forte presenza statale in questo tipo di imprese (57% delle non-family firms). Con un numero decisamente inferiore, in terza posizione troviamo il settore delle Telecomunicazioni, il quale è rappresentato da 4 imprese (10,81%), numero uguale al totale delle imprese coinvolte nel campione a causa del fatto che nessuna family firm fa parte di questo settore. Con percentuali inferiori al 10% troviamo i seguenti settori:

- Tecnologia: 3 imprese (8,11%);
- Energia: 3 imprese (8,11%);
- Prodotti e servizi per i consumatori: 2 imprese (5,41%);
- Servizi finanziari: 2 imprese (5,41%);
- Automobili e componentistica: 1 impresa (2,70%);
- Chimica: 1 impresa (2,70%);
- Salute: 1 impresa (2,70%);
- Viaggi e tempo libero: 1 impresa (2,70%)

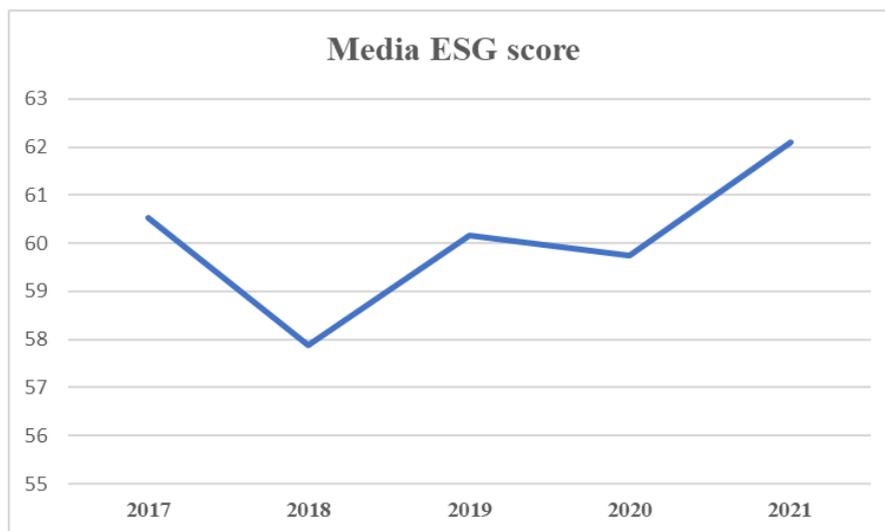
Entrando nel merito, invece, del tema etico-sociale, al fine di valutare la progressiva importanza nel tempo dell'ESG score per le imprese italiane quotate di seguito, nella figura 4.8, è possibile vedere l'andamento per anno del numero di imprese che hanno ottenuto uno score ESG Score da parte di Thomson Reuters:



**Figura 4.8 – Numero di imprese per anno che presentano uno score ESG (Reuters)**

Nella figura 4.8 si vede che il numero di imprese cresce anno per anno e nel 2021 raggiunge l'apice di 87 imprese osservate, valore che è quasi il triplo del 2017. Questo conferma quanto sostenuto sin dall'inizio dell'analisi, ossia che il rating ESG stia cominciando ad assumere un ruolo veramente significativo per le imprese, le quali avvertono la necessità di adeguarsi e introdurre azioni per il miglioramento della propria reputazione in ambito etico-ambientale.

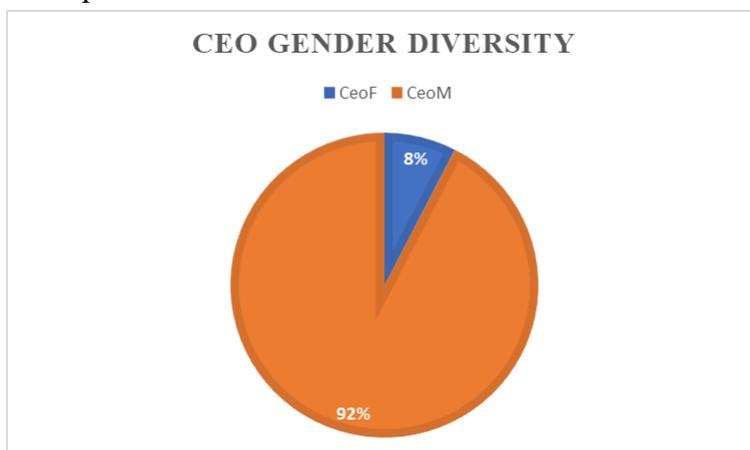
Un altro dato osservabile, nella figura 4.9, è la media dello score ottenuto dalle imprese tra il 2017 e il 2021:



**Figura 4.9 – Media ESG score per anno ottenuto dalle imprese**

Questo dato non evidenzia una progressiva crescita, probabilmente ciò è dovuto al grande numero di imprese che ogni anno si aggiungono all'analisi per la prima volta e di conseguenza non hanno ancora un'esperienza sufficiente per ottenere un buon risultato e migliorare la media globale del campione. Tuttavia, il dato medio più alto si registra nel 2021 a supporto della teoria che le imprese cominciano ad avere una maggiore coscienza sui temi ESG e restituiscono un output migliore.

Un dato valutabile nella figura 4.10 è la percentuale di CEO di genere femminile e di genere maschile nel nostro campione:



**Figura 4.10 - Percentuale di Ceo di genere femminile e maschile**

Purtroppo, come evidente nella figura 4.10, su un totale di 435 osservazioni, ossia le 87 imprese del campione osservate per 5 anni, i casi in cui il CEO è di genere femminile sono solo 33, ossia l'8% del totale, contro il 92% dei casi in cui il CEO è di genere maschile. Questo dato fa fortemente riflettere e ci indica che in tema di gender diversity, così come affermato nella parte iniziale di questa tesi, c'è moltissimo lavoro da fare ed è davvero difficile comprendere quando si ridurrà questo gap.

#### 4.1 Variabili legate alla proprietà e al controllo

<b>Tabella 4.11 - Variabili relative alla proprietà e al controllo</b>		
<b>VARIABILE</b>	<b>ALIAS</b>	<b>TIPOLOGIA</b>
Family30	Family30	BINARIO
Family50	Family50	BINARIO
Settore Chimico-Petrolifero	ChimicoPetrolifero	BINARIO
Settore Chimico-Petrolifero-Energetico	ChimicoPetroliferoEnergetico	BINARIO
Male CEO Gender	Ceo_Male	BINARIO
Female CEO Gender	Ceo_Female	BINARIO
Family CEO	Ceo_Family	BINARIO
Controlling Shareholder %	Controlling Shareholder %	DECIMALE
President Family	PresidentFamily	BINARIO
Private Owner	PrivateOwner	BINARIO
State-Owned-Enterprise	SOE	BINARIO
Board Size	Board Size	INTERO
CEO Age	CeoAge	INTERO
CEO Founder	CeoFounder	BINARIO
Firm Age	FirmAge	INTERO
Institutional Investors	InstInv	BINARIO
FTSE MIB STAR	Star	BINARIO

Come riscontrabile nella tabella 4.11, le variabili relative alla proprietà e al controllo sono molteplici e possono risultare utili sia per comprendere la conformazione del campione sia per

effettuare delle analisi. Le variabili fondamentali sono sicuramente quelle legate alla proprietà familiare, ossia Family50 e Family30, la prima indica i casi in cui l'azionista di maggioranza è una famiglia, la quale possiede una quota maggiore o uguale al 50%, mentre la seconda indica la medesima situazione, ma con una percentuale maggiore o uguale al 30%. Oltre a queste ci sono anche le variabili relative a situazione opposte, come ad esempio la SOE (State-Owned-Enterprise), dummy che indica che l'azionista di maggioranza è rappresentato dallo Stato. A completare il quadro troviamo la PrivateOwner, altra variabile dummy che è l'opposto della SOE e che, in combinazione con variabili familiari uguali a 0, indica che un'impresa non è né familiare né statale, ma genericamente privata. Come visto precedentemente quest'ultimo caso si verifica nel 43% delle non family firms. Altre variabili legate alla proprietà e al controllo sono quelle relative al CEO, queste registrano la sua appartenenza al nucleo familiare (Ceo\_Family) e il suo genere (Ceo\_Female e Ceo\_Male).

Inoltre, troviamo una variabile relativa alla grandezza del board (Board Size), una relativa alla percentuale dell'azionista di maggioranza (% controlling shareholder), una relativa alla presenza di investitori istituzionali (InstInv) e una sull'inclusione dell'impresa al segmento Star della borsa italiana. Infine, abbiamo due dummy relative all'appartenenza di un'impresa a settori assimilabili a quelli Chimico-Petroliiferi (ChimicoPetroliifero) o a quelli Chimico-Petroliifero-Energetici (chimicoPetroliiferoEnergetico).

Di seguito, nella tabella 4.12 è rappresentata la statistica descrittiva delle variabili sopra descritte:

<b>Tabella 4.12 – Statistica descrittiva sul campione intero delle variabili relative alla proprietà e al controllo</b>					
<b>VARIABILE</b>	<b>OBS</b>	<b>MEDIA</b>	<b>DEV. STD.</b>	<b>MIN</b>	<b>MAX</b>
Family30	435	.5701149	.4956295	0	1
Family50	435	.4850575	.5003521	0	1
ChimicoPetroliifero	435	.0689655	.2536873	0	1
ChimicoPetroliiferoEnergetico	435	.1724138	.3781746	0	1
Ceo_Male	435	.9264368	.2613593	0	1
Ceo_Female	435	.0735632	.2613593	0	1

Ceo_Family	435	.3793103	.4857741	0	1
PresidentFamily	434	.5138249	.5003856	0	1
Private Owner	435	.754023	.4311608	0	1
SOE	435	.245977	.4311608	0	1
CeoFounder	435	.1241379	.3301185	0	1
InstInv	435	.3517241	.4780582	0	1
Star	435	.4114943	.492671	0	1
Board Size	309	10.77023	2.601627	5	19
% Controlling shareholder	435	.4893393	.1875056	.03889	.99484
CeoAge	434	56.9424	9.235382	36	85
FirmAge	435	56.43678	38.7984	2	184

Grazie alla presenza delle dummy è possibile suddividere il campione in familiari e non familiari, andando a valutare le medesime variabili nel due contesti.

Di seguito, nella tabella 4.13 è mostrato il caso delle familiari:

<b>Tabella 4.13 – Statistica descrittiva delle variabili relative alla proprietà e al controllo per le family firms</b>					
<b>VARIABILE</b>	<b>OBS</b>	<b>MEDIA</b>	<b>DEV. STD.</b>	<b>MIN</b>	<b>MAX</b>
Family30	248	1	0	1	1
Family50	248	.8467742	.3609334	0	1
ChimicoPetroliifero	248	.0725806	.2599716	0	1

ChimicoPetroliiferoEnergetico	248	.0362903	.1873898	0	1
Ceo_Male	248	.8830645	.3219932	0	1
Ceo_Female	248	.1169355	.3219932	0	1
Ceo_Family	248	.6008065	.490723	0	1
PresidentFamily	247	.8340081	.3728288	0	1
PrivateOwner	248	1	0	1	1
SOE	248	0	0	0	0
CeoFounder	248	.1169355	.3219932	0	1
InstInv	248	.2822581	.4510085	0	1
Star	248	.4596774	.4993793	0	1
Board Size	162	10.87654	2.533663	5	17
% Controlling shareholder	248	.5651075	.1341099	.20011	.81192
CeoAge	247	56.13765	9.816056	37	85
FirmAge	248	58.3871	33.44431	3	137

Nella tabella 4.14, troviamo invece la situazione relativa al sottogruppo delle non family firms:

<b>Tabella 4.14 – Statistica descrittiva delle variabili relative alla proprietà e al controllo per le non family firms</b>					
<b>VARIABILE</b>	<b>OBS</b>	<b>MEDIA</b>	<b>DEV. STD.</b>	<b>MIN</b>	<b>MAX</b>
ChimicoPetroliifero	187	.0641711	.2457154	0	1
ChimicoPetroliiferoEnergetico	187	.3529412	.4791675	0	1

Ceo_Male	187	.9839572	.1259773	0	1
Ceo_Female	187	.0160428	.1259773	0	1
Ceo_Family	187	.0855615	.2804664	0	1
President Family	187	.0909091	.2882515	0	1
Private Owner	187	.4278075	.496089	0	1
SOE	187	.5721925	.496089	0	1
CeoFounder	187	.1336898	.3412324	0	1
InstInv	187	.4438503	.498171	0	1
Star	187	.3475936	.4774845	0	1
Board Size	147	10.65306	2.678307	5	19
% Controlling shareholder	187	.3888551	.2008642	.03889	.99484
CeoAge	187	58.00535	8.314062	36	77
FirmAge	187	53.85027	44.89161	2	184

## 4.2 Variabili economico-finanziarie

Tabella 4.15 - Variabili economico-finanziarie		
VARIABLE	ALIAS	TIPOLOGIA
Total Assets	Total Assets	INTERO
Total Liabilities	Liabilities	INTERO
Sales	Sales	INTERO
Total Debt	Total Debt	INTERO
Long Term Debt	Long Term Debt	INTERO
Total Equity	Total Equity	INTERO
Cash	Cash	INTERO
Gross Profit	Gross Profit	INTERO
Earnings before interests taxes depreciation and amortization	EBITDA	INTERO
Net income after taxes	NIAT (Utile)	INTERO
Depreciation and Amortization	Depreciation	INTERO
Market to book Ratio	Market to book ratio	DECIMALE
Quick Ratio	Quick Ratio	DECIMALE
ROA on Total Assets	ROA	DECIMALE
Revenue Per Share	Revenue Per Share	DECIMALE
Dividends	Dividends	INTERO
Market Capitalization	Market Cap	INTERO

Tutte le variabili, visibili nella tabella 4.15 sono state reperite sulla piattaforma Eikon di Thomson Reuters e rappresentano di fatto alcuni dei dati economico-finanziari più utilizzati per descrivere le performance di un'impresa. Sono stati inclusi anche degli indici, sempre ottenuti dalla

rielaborazione dei dati economici, ampiamente utilizzati nei contesti di analisi economico-finanziaria.

Naturalmente, tra i dati sono stati inclusi quelli relativi alla performance economica delle imprese, come ad esempio le vendite (sales), il Gross Profit, l'utile (NIAT) e l'EBITDA (Earnings before interests taxes depreciation and amortization). Anche i dati relativi alla situazione patrimoniale delle imprese sono presenti nel campione, troviamo ad esempio i Total Assets, le Total Liabilities e il Total Equity. Inoltre, sono riscontrabili anche variabili relative a indici economico-finanziari, come ad esempio il Quick Ratio, il Market to book ratio, il ROA e il Revenue per share.

Di seguito, nella tabella 4.16, la statistica descrittiva delle variabili economico-finanziarie precedentemente citate osservate su tutte le imprese del campione. Tutti i dati sono espressi in milioni di euro, ad eccezione di tre variabili (Quick Ratio, ROA e Revenue per share):

<b>Tabella 4.16 – Statistica descrittiva delle variabili economico-finanziarie per l'intero campione</b>					
<b>VARIABILE</b>	<b>OBS</b>	<b>MEDIA</b>	<b>DEV. STD</b>	<b>MIN</b>	<b>MAX</b>
Total Assets	434	7561.062	23522.82	16.46204	206940
Liabilities	434	5421.011	17903.38	8.69046	177287
Sales	435	3690.267	10811.07	13.45888	84104
Gross Profit	415	1360.994	3739.137	6.30103	34767
EBITDA	435	759.4841	2533.214	-1196	21300
Depreciation	383	114.0824	618.9224	.00016	5771
Long Term Debt	362	935.3481	5868.322	.00018	54500
Total Equity	400	734.2022	3521.791	-114.797	34795
Dividends	324	173.3087	598.1386	.004	4970
Total Debt	434	2409.53	7933.42	.00157	71837
Cash	284	172.4327	902.0213	.0000006	8118
Market Cap	432	4170.378	9763.409	.0043404	84139.44
Market to book ratio	432	1.867307	7.669885	.0000161	97.00389

Quick Ratio	434	1.147319	.5779753	.18099	4.21834
ROA	434	.0436569	.0606411	-.2765017	.2798365
Revenue per share	111	.5084605	1.552076	.003	13.26
NIAT (Utile)	435	164.8994	951.9181	-8628	7352

Come fatto in precedenza per le variabili relative alla proprietà, anche in questo caso nella tabella 4.17 possiamo trovare i dati relativi al sottogruppo delle family firms:

<b>Tabella 4.17 – Statistica descrittiva delle variabili economico-finanziarie per le family firms</b>					
<b>VARIABILE</b>	<b>OBS</b>	<b>MEDIA</b>	<b>DEV. STD</b>	<b>MIN</b>	<b>MAX</b>
Total Assets	247	1919.51	2080.596	16.46204	12330.26
Liabilities	247	1264.412	1567.294	8.69046	10742.95
Sales	248	1308.947	1516.782	13.45888	10388.41
Gross Profit	248	681.986	697.883	6.30103	3482.359
EBITDA	248	203.6297	249.7591	-72.61093	1524.581
Depreciation	223	151.7848	800.5824	.00016	5771
Long Term Debt	205	1362.234	7732.626	.00018	54500
Total Equity	232	973.3821	4553.159	-114.797	34795
Dividends	190	55.70848	122.7064	.9	811
Total Debt	247	2230.546	8644.09	.00157	71837
Cash	170	245.3266	1154.733	.00000021	8118
Market Cap	245	2244.619	4677.647	14.48239	44117.6
Market to book ratio	245	1.391745	1.473391	.0910266	10.22963
Quick Ratio	247	1.238725	.6488643	.40959	4.21834
ROA	247	.0507249	.0617797	-.2765017	.2798365
Revenue per share	64	.2650794	.2437361	.003	1.2
NIAT (Utile)	248	76.34077	146.5104	-503.889	833.136

Analogamente al caso precedente, analizziamo è possibile valutare di seguito nella tabella 4.18 i risultati ottenuti per le imprese non familiari. Ricordiamo che tutti i dati sono espressi in milioni di euro, ad eccezione di tre variabili (Quick Ratio, ROA e Revenue per share):

<b>Tabella 4.18 – Statistica descrittiva delle variabili economico-finanziarie per le non family firms</b>					
<b>VARIABLE</b>	<b>OBS</b>	<b>MEDIA</b>	<b>DEV. STD</b>	<b>MIN</b>	<b>MAX</b>
Total Assets	187	15012.74	34413.61	127.242	206940
Liabilities	187	10911.28	26261.86	36.545	177287
Sales	187	6848.38	15876.87	57.788	84104
Gross Profit	167	2369.342	5694.933	22.489	34767
EBITDA	187	1496.66	3732.594	-1196	21300
Depreciation	160	61.53477	143.739	.00193	666
Long Term Debt	157	377.9495	973.4296	.00063	4791.979
Total Equity	168	403.9062	876.4424	-23.357	4369.426
Dividends	134	340.0552	894.261	.004	4970
Total Debt	187	2645.941	6899.079	.68527	33131
Cash	115	63.17698	152.9918	0	823.742
Market Cap	187	6693.431	13449.81	.0043404	84139.44
Market to book ratio	187	2.490369	11.52295	.0000161	97.00389
Quick Ratio	187	1.026584	.4416752	.18099	2.98245
ROA	187	.0343211	.0579551	-.2163655	.221241
Revenue per share	47	.839873	2.341903	.058	13.26
NIAT (Utile)	187	282.3462	1435.798	-8628	7352

Valutando brevemente il primo impatto di questi risultati nelle figure 4.17 e 4.18, sembra evidente che generalmente in questo campione le family firms abbiano in media una dimensione patrimoniale inferiore alle imprese non familiari. Questo è giustificabile pensando al fatto che tra le non family firms, ci sono imprese attive nel settore energetico e dei servizi pubblici, i quali

necessitano di interventi economici importanti per le infrastrutture. Ciò probabilmente dimostra, in media, il maggior valore degli assets in possesso delle imprese non familiari.

Relativamente ad un dato come l'utile (NIAT) o l'Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization (EBITDA), è confermata questa tendenza, ossia che le non family firms di questo campione riescano a generare in media utili maggiori alle family firms. Anche questa è una conseguenza delle dimensioni dell'impresa, che impatta anche sul volume di variabili economiche quali utili, ricavi e costi.

### 4.3 Variabili ESG

<b>Tabella 4.19 - Variabili ESG</b>		
<b>VARIABILE</b>	<b>ALIAS</b>	<b>TIPOLOGIA</b>
Esg combined score	esgScore	DECIMALE
Environmental pillar score	envScore	DECIMALE
Social pillar score	socScore	DECIMALE
Governance pillar score	govScore	DECIMALE
Osservatorio ESG Il Sole 24 Ore	sole24Ore	BINARIO
Indice FTSE MIB ESG	mibEsg	BINARIO
Sustainable Development Goal 13	SDG13	BINARIO

In merito alle variabili ESG, come si evince dalla tabella 4.19, sono state incluse nel campione le valutazioni effettuate da Thomson Reuters (Esg combined score, Environmental pillar score, Social pillar score e Governance pillar score) e la variabile binaria relativa all'SDG13 (Sustainable Development Goal 13). Quest'ultima rappresenta l'allineamento delle imprese all'obiettivo di sviluppo legato alla "Climate Action", ossia alla riduzione delle emissioni e delle pratiche che gravano sull'ambiente e sono causa del surriscaldamento globale. Inoltre, sono state costruite anche delle variabili binarie relative all'inclusione delle imprese nell'Osservatorio ESG de "Il sole 24 ore" e nell'indice della borsa di Milano FTSE MIB ESG. La prima nasce grazie all'impegno di uno degli organi di stampa economica più rilevanti nel Paese, il Sole 24 Ore, il quale nel 2020 ha sviluppato

un vero e proprio “Osservatorio ESG” atto a monitorare l’andamento in termini etici, sociali e finanziari di alcune PMI quotate nella Borsa di Milano. Mentre la seconda nasce sulla base dell’introduzione dell’indice “MIB ESG” da parte di Borsa Italiana, con il quale la finanza italiana mira a incentivare l’applicazione di criteri di sostenibilità in azienda secondo i principi del Global Compact delle Nazioni Unite.

Nella tabella 4.20 è possibile osservare la statistica descrittiva riferita all’intero campione, alle family e alle non family firms:

<b>Tabella 4.20 – Statistica descrittiva delle variabili ESG per family e non family firms</b>						
	<b>VARIABLE</b>	<b>OBS</b>	<b>MEDIA</b>	<b>DEV. STD.</b>	<b>MIN</b>	<b>MAX</b>
<b>Intero campione</b>	esgScore	314	60.241	16.7575	12.87584	92.76087
	envScore	313	54.38017	23.94372	0	98.90741
	socScore	313	65.57867	18.40133	8.752919	96.67819
	govScore	313	56.77621	19.62918	4.525994	97.37801
	SDG13	208	.5528846	.4983949	0	1
	mibEsg	87	.2298851	.4231979	0	1
	sole24ore	174	.3505747	.478527	0	1
<b>Family firms</b>	esgScore	167	55.72541	14.1091	12.87584	82.79337
	envScore	166	48.27482	20.02539	.7575758	86.36958
	socScore	166	61.74195	16.67731	19.59403	87.54634
	govScore	166	52.60537	18.54674	4.525994	88.46468
	SDG13	114	.4824561	.5018983	0	1
	mibEsg	49	.1428571	.3535534	0	1
	sole24ore	99	.3737374	.4862572	0	1
<b>Non-family firms</b>	esgScore	147	65.37097	18.05165	14.40402	92.76087
	envScore	147	61.27466	26.10926	0	98.90741
	socScore	147	69.91129	19.3297	8.752919	96.67819
	govScore	147	61.48615	19.81236	13.16984	97.37801
	SDG13	94	.6382979	.4830696	0	1
	mibEsg	38	.3421053	.4807829	0	1
	sole24ore	75	.32	.4696174	0	1

Analizzando l’output delle statistiche nella tabella 4.20, si evince che, in media, l’output ESG definito da Thomson Reuters sia più alto per le imprese non familiari, così come il valore relativo ai

singoli pilastri che compongono l'ESG Score, ossia Environmental, Social e Governance. La stessa tendenza è confermata per l'indice FTSE MIB ESG e il Sustainable Development Goal 13 (SDG13). Mentre, per la dummy relativa all'Osservatorio ESG de "Il sole 24 ore", sono le family firms ad avere in media un output migliore. A primo impatto il miglior risultato ESG delle non family firms potrebbe essere dovuto alla maggiore grandezza in termini economico-patrimoniali delle imprese non familiari e, di conseguenza, alle maggiori disponibilità che esse hanno per poter investire in pratiche sostenibili. Tutto ciò è naturalmente legato al fatto che la sostenibilità ha "un costo", come sostenuto precedentemente in questa tesi.

Inoltre, con maggiore riferimento al rapporto tra esgScore, mibEsg e sole24ore, ci sono dei casi in cui, nonostante l'impresa abbia una valutazione ESG da parte di Reuters, non figura nell'Osservatorio ESG de Il sole 24 ore e nell'indice Mib Esg. L'analisi comune è possibile condurla sul 2021, anno in cui è stato introdotto il Mib Esg. Il risultato è che nella quasi totalità casi le imprese che hanno ottenuto lo score ESG, non fanno contemporaneamente parte del mibEsg e dell'Osservatorio de Il sole 24 ore, questo è sicuramente dovuto alla natura dell'indice mibEsg, che nel primo anno (2021) ha incluso soltanto 40 imprese, tra cui molte del settore bancario e assicurativo, le quali sono state escluse dal nostro campione. Tuttavia, valutando solamente il mibEsg, nel 2021 si contano 20 imprese nel campione (23%). Mentre, con maggiore attenzione all'osservatorio ESG de Il sole 24 ore, nel 2020 si registra che il 32% delle imprese nel campione con esgScore fa parte dell'osservatorio, percentuale cresciuta al 38% nel 2021, testimoniando un aumento del 6% circa.

Con maggiore riferimento alla variabile dipendente esgScore, alle sue spalle vi è uno schema di calcolo che consente a Thomson Reuters di dare una valutazione complessiva. Reuters sfrutta un algoritmo da essa sviluppato al fine misurare in modo trasparente e obiettivo le prestazioni, l'impegno e l'efficacia delle pratiche ESG di un'azienda, basandosi su fonti dati quali report finanziari, relazioni sulla sostenibilità, notizie e altre fonti informative. I punteggi sono continuamente monitorati e aggiornati dall'agenzia, attraverso la rielaborazione dati basata su 630 misure ESG effettuata da più di 700 analisti sparsi per il mondo. Di queste 630 misure, per il calcolo vengono poi selezionate le 186 più rappresentative del settore della singola impresa.

Per il processo di scoring ESG, Thomson si basa su alcuni principi cardine, come ad esempio la normalizzazione, in base al settore di appartenenza, dei singoli fattori che compongono il punteggio al fine di ricalibrare una determinata misura ESG sul settore in cui l'impresa opera. Inoltre, attribuisce un forte impatto negativo sul punteggio della mancata comunicazione da parte delle aziende su fattori chiave, in modo da stimolare in loro un senso di maggiore trasparenza.

Ogni pilastro ha delle categorie che vengono considerate ed ogni categoria ha a sua volta dei temi che fanno parte della sua valutazione. In tal senso, nella tabella 4.21 è possibile vedere i temi di ogni categoria:

<b>Tabella 4.21 – Tematiche di ogni categoria dei pilastri dello score ESG di Reuters</b>		
<b>PILASTRI</b>	<b>CATEGORIE</b>	<b>TEMATICHE</b>
<b>AMBIENTALE (ENVIRONMENTAL)</b>	Emissioni	Emissioni; gestione dei rifiuti; biodiversità; sistemi di gestione ambientale
	Innovazione	Innovazione di prodotto; spese di ricerca e sviluppo e CapEx.
	Uso delle risorse	Acqua; Energia; Imballaggi sostenibili; Filiera ambientale
<b>SOCIALE (SOCIAL)</b>	Comunità	Comunità
	Diritti umani	Diritti umani
	Responsabilità del prodotto	Marketing responsabile; qualità del prodotto; privacy dei dati
	Forza lavoro	Diversità e inclusione; sviluppo professionale e formazione; condizioni di lavoro; salute e sicurezza
<b>GOVERNANCE</b>	Strategia CSR	Strategia CSR; Rendicontazione ESG e trasparenza
	Governance	Struttura (indipendenza, diversità, comitati)
	Rapporto con gli azionisti	Diritti degli azionisti; difesa contro l'acquisizione

La tabella 4.21 mostra i pilastri con relative categorie e tematiche considerate. Negli ultimi anni ha acquisito sempre maggior importanza il pilastro ambientale, per il quale Reuters considera:

- **Impatto ecologico/emissioni:** indica il coinvolgimento dell'azienda nell'impegno alla riduzione delle emissioni.
- **Innovazione sostenibile:** rappresenta la capacità di ridurre i costi aziendali attraverso l'adozione di processi e tecnologie amiche dell'ambiente.

- Gestione delle risorse: riguarda la riduzione degli sprechi di acqua, materie prime ed energia e la capacità di attuare strategie ecologicamente sostenibili per ottimizzare i processi produttivi.

Mentre riguardo al pilastro sociale le macrocategorie considerate sono:

- Forza lavoro: riflette la capacità dell'azienda di fornire un ambiente lavorativo soddisfacente, sano e sicuro, che promuova la diversità e l'uguaglianza di opportunità, e che offra opportunità di sviluppo per i suoi dipendenti.
- Diritti umani: è la capacità dell'azienda di rispettare le convenzioni sui diritti umani fondamentali, dimostrando un impegno concreto per la tutela della dignità umana.
- Comunità: è l'impegno dell'azienda nel contribuire alla società come un buon cittadino, proteggendo la salute pubblica e rispettando rigorosi standard etici.
- Responsabilità del prodotto: riguarda la produzione di beni e servizi di alta qualità, integrando la salute e la sicurezza dei clienti, la tutela dell'integrità e della privacy dei dati personali.

Infine, per il pilastro governance, Reuters valuta le seguenti categorie:

- Governance: riflette l'impegno nel seguire i principi di buona governance aziendale e l'efficacia nella loro applicazione, al fine di garantire una gestione responsabile e trasparente.
- Rapporto con gli azionisti: è la capacità dell'azienda di garantire un trattamento equo dei propri azionisti, tutelando i loro diritti e interessi, e l'adozione di misure per prevenire acquisizioni ostili o dannose per la società.
- Strategia CSR: è la propensione ed efficacia dell'azienda nell'integrare le dimensioni sociali e ambientali nei propri processi decisionali, comunicando in modo trasparente e verificabile l'impegno per la sostenibilità e la responsabilità sociale.

In linea generale, nel processo di scoring gioca un ruolo fondamentale il reperimento delle informazioni; infatti, Thomson utilizza una pluralità di fonti che possano aiutarla nell'intero processo, come ad esempio i siti web aziendali, i rapporti annuali, le informative CSR, le notizie e la Borsa. Come detto precedentemente, il punteggio di ogni singola categoria viene ricalibrato a seconda del settore in cui l'impresa opera, più nello specifico, per le categorie facenti parte dei pilastri ambientale e sociale, il peso è ottenuto dal rapporto tra l'impatto della categoria sul settore e l'impatto totale di tutte le categorie su tutti settori. Il singolo impatto deriva dall'analisi di una

pluralità di metriche, tra cui la magnitude matrix, ossia una matrice che mostra l’impatto di ogni singola categoria su uno specifico settore.

Grazie a questi passaggi è poi possibile ottenere lo score finale, attraverso la somma degli score ottenuti nei singoli pilastri, normalizzata sui pesi relativi come spiegato precedentemente.

Lo score fornito è compreso tra 0 e 100 in modo da rendere più facilmente comprensibile agli investitori e a tutti gli stakeholder la condotta etico-sociale di un’impresa. Lo score può essere anche rilevato sotto forma di lettera, partendo dalla “D -” per score in centesimi compresi tra 0.0 e 0.0833333 e finendo alla lettera “A+” per punteggi tra 0.916666 e 1. Di seguito, nella figura 4.22 è rappresentata una tabella con gli score ottenibili e l’equivalente qualitativo:

Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.0833333	D -	'D' score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.0833333 < score <= 0.1666666	D	
0.1666666 < score <= 0.2500000	D +	
0.2500000 < score <= 0.3333333	C -	'C' score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.3333333 < score <= 0.4166666	C	
0.4166666 < score <= 0.5000000	C +	
0.5000000 < score <= 0.5833333	B -	'B' score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.5833333 < score <= 0.6666666	B	
0.6666666 < score <= 0.7500000	B +	
0.7500000 < score <= 0.8333333	A -	'A' score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.8333333 < score <= 0.9166666	A	
0.9166666 < score <= 1	A +	



**Figura 4.22 – Intervalli dello score ESG di Reuters con l’equivalente qualitativo**

Nonostante Reuters monitori più di 2100 società europee, il nostro dataset conta solo 87 imprese osservate, numero decisamente inferiore al totale delle imprese italiane quotate. Questo è un problema che deve farci riflettere e cercare una motivazione che possa spiegarlo. All’inizio di questa tesi è già stata discussa le principali differenze tra le metodologie di calcolo delle società di rating e della difficoltà di ottenere delle valutazioni omogenee, il che può scatenare nelle imprese una certa resistenza a farsi monitorare da società di rating. Tuttavia, il rilascio di informazioni in materia etico-sociale può rappresentare per le imprese un rischio, specialmente per quelle che fanno di non adottare buone pratiche CSR.

Il dato relativo alle imprese monitorate sta registrando comunque un miglioramento negli ultimi anni, anche se sono ancora numerosi i casi di società che non forniscono informazioni sufficienti sui loro impatti ambientali, sociali e di governance, rendendo di fatto difficile per Thomson Reuters calcolare un punteggio ESG.

Su quest'ultimo aspetto gioca a sfavore la mancanza di una legge che renda obbligatoria la fornitura di tutti i dati ESG. Inoltre, la raccolta dei dati ESG è complessa e richiede molto tempo, in quanto, la mancanza di un'unica fonte dati, rende necessario il reperimento di fonti dati diverse, che possono essere disperse e difficili da trovare. A causa di tutto ciò, ci sono molteplici casi in cui non tutti i dati ESG di Reuters sono disponibili. Tuttavia, Reuters sta continuando a lavorare per migliorare la qualità e la quantità dei dati ESG disponibili, incluso l'utilizzo di fonti di dati alternative. La società di rating sta anche lavorando per aumentare la trasparenza dei suoi metodi di calcolo e la disponibilità dei dati ESG per gli investitori e gli altri utenti interessati.

#### 4.4 Test di differenza tra le medie

Ai fini dell'analisi, il campione è stato suddiviso in due sottogruppi, ossia family e non family firms, risulta quindi necessario fare delle verifiche sui gruppi.

Per effettuare il primo confronto, prenderemo in esame la variabile dipendente oggetto di quest'analisi, ossia l'ESG combined score di Thomson Reuters e successivamente sui tre pilastri che lo compongono. Attraverso questi dati, possiamo andare ad effettuare una stima sul  $\Delta$ , ossia sulla differenza tra le medie dei gruppi.

Effettuando il t test, abbiamo il seguente output osservabile nella tabella 4.23:

<b>Tabella 4.23 - t test ESG Score family firms – non family firms</b>					
<b>Group</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>Std. Dev.</b>	<b>[95% Conf. Interval]</b>
Non family firms	147	65.37097	1.488875	18.05165	62.42843 - 68.3135
Family firms	167	55.72541	1.091795	14.1091	53.56981 - 57.881
<b>combined</b>	<b>314</b>	<b>60.241</b>	<b>.9456803</b>	<b>16.7575</b>	<b>58.38031 - 62.1017</b>
<b>diff</b>		<b>9.64556</b>	<b>1.818003</b>	<b>6.068464</b>	<b>9.64556 - 13.22266</b>
<b>t = 5.3056</b>					

Stando ai risultati visibili nella tabella 4.22, l'ipotesi nulla, ossia che non esista differenza tra le medie, è da rigettare. Possiamo affermare che vi sia una differenza significativa tra i due sottogruppi.

Ripetiamo adesso il test anche per le altre tre variabili oggetto di studio, ossia i tre pilastri dell'ESG score presi singolarmente.

Partendo dalla variabile envScore abbiamo i seguenti risultati (tabella 4.24):

<b>Tabella 4.24- t test Environmental Score family firms - non family firms</b>					
<b>Group</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>Std. Dev.</b>	<b>[95% Conf. Interval]</b>
Non family firms	147	61.27466	2.153455	26.10926	57.01869 – 65.53063
Family firms	166	48.27482	1.554271	20.02539	45.20599 – 51.34364
<b>combined</b>	<b>313</b>	<b>54.38017</b>	<b>1.353379</b>	<b>23.94372</b>	<b>51.71727 – 57.04308</b>
<b>diff</b>		<b>12.99984</b>	<b>2.61417</b>		<b>7.856146 – 18.14354</b>
<b>t = 4.9728</b>					

Anche in questo caso, la situazione è analoga. L'ipotesi nulla è da rigettare ed è confermata la significatività.

Ripetendo la medesima analisi, per il pilastro Social, espresso tramite la variabile socScore, la situazione, visibile nella tabella 4.25 è la seguente:

<b>Tabella 4.25 - t test Social Score family firms - non family firms</b>					
<b>Group</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>Std. Dev.</b>	<b>[95% Conf. Interval]</b>
Non family firms	147	69.91129	1.594287	19.3297	66.76043 – 73.06215
Family firms	166	61.74195	1.294411	16.67731	59.18621 – 64.29769
<b>combined</b>	<b>313</b>	<b>65.57867</b>	<b>1.040105</b>	<b>18.40133</b>	<b>63.53216 – 67.62518</b>
<b>diff</b>		<b>8.169339</b>	<b>2.03535</b>		<b>4.164542 – 12.17414</b>
<b>t = 4.0137</b>					

Analizzando la tabella 4.25, si conferma la tendenza precedente, ossia che sia necessario anche in questo caso rigettare l'ipotesi nulla. La differenza tra i due sottogruppi è significativa.

Infine, in merito all'ultimo pilastro, ossia quello relativo alla governance (govScore), ci troviamo di fronte al seguente output (tabella 4.26):

<b>Tabella 4.26 - t test Governance Score family firms - non family firms</b>					
<b>Group</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>Std. Dev.</b>	<b>[95% Conf. Interval]</b>
Non family firms	147	61.48615	1.634096	19.81236	58.25661 - 64.71569
Family firms	166	52.60537	1.439506	18.54674	49.76314 - 55.44759
<b>combined</b>	<b>313</b>	<b>56.77621</b>	<b>1.109507</b>	<b>19.62918</b>	<b>54.59315 – 58.95927</b>
<b>diff</b>		<b>8.880782</b>	<b>2.168992</b>		<b>4.613028 – 13.14854</b>
<b>t = 4.0944</b>					

In conclusione, anche il pilastro governance si conferma coerente coi casi precedenti. Anche in questa situazione vi è la necessità di rigettare l'ipotesi nulla, di conseguenza la differenza è significativa.

Di seguito mostriamo invece una tabella riassuntiva delle differenze tra le altre variabili del dataset (tabella 4.27), sempre raggruppate per family e non family firms:

**Tabella 4.27 - t test Altre variabili family firms - non family firms**

Variabile	Media		Diff	t
	Non family firms	Family firms		
Total Assets	15012.74	1919.51	13093.23***	5.9673
Total Liabilities	10911.28	1264.412	9646.865***	5.7617
Sales	6848.38	1308.947	5539.433***	5.4635
Total Debt	2645.941	2230.546	415.3946	0.5525
Long Term Debt	377.9495	1362.234	-984.2845	-1.5885
Total Equity	403.9062	973.3821	-569.4759	-1.5993
Cash	63.17698	245.3266	- 182.1497*	-1.6807
Gross Profit	2369.342	681.986	1687.356***	4.6174
EBITDA	1496.66	203.6297	1293.03***	5.4413
NIAT (Utile)	282.3462	76.34077	206.0054**	2.2449
Depreciation	61.53477	151.7848	-90.25002	-1.4092
Market to book ratio	2.490369	1.391745	1.098624	1.4771
Quick Ratio	1.026584	1.238725	-.2121407***	-3.8464
ROA	.0343211	.0507249	-.0164038***	-2.8128
Revenue per share	.839873	.2650794	.5747936	1.9523
Dividends	340.0552	55.70848	284.3467***	-4.3282
Market Cap	6693.431	2244.619	4448.811***	4.8116
***significatività all'1%, **significatività al 5%, *significatività al 10%				

Stando a questi risultati, si evince una differenza significativa tra i sottogruppi family firms e non family firms per le variabili TotalAssets, Total Liabilities, Sales, Cash, Gross Profit, EBITDA, Utile (NIAT), Quick Ratio, ROA, Dividends e Market Cap.

## 4.5 Matrici di correlazione

Studiamo di seguito nella tabella 4.28 la correlazione tra alcune delle variabili dell'analisi, partendo dalla matrice di correlazione tra family dummy ed EsgScore:

<b>Tabella 4.28 – Matrice di correlazione esgScore – family dummy</b>		
	esgScore	family30
esgScore	1.0000 Obs 314	
family30	-0.2877 Sig 0.0000 Obs 314	1.0000  Obs 314

Il risultato di questa prima analisi, come visibile nella tabella 4.28, è l'esistenza di una debole correlazione negativa significativa tra family dummy ed esgScore.

Analizziamo di seguito, nella tabella 4.29 invece la correlazione tra esgScore e le variabili relative alla mibEsg dummy e alla Ilsole24ore dummy:

<b>Tabella 4.29 – Matrice di correlazione esgScore – mibEsg – sole24ore</b>			
	esgScore	mibEsg	sole24ore
esgScore	1.0000 Obs 314		
mibEsg	0.5629 Sig 0.0000 Obs 87	1.0000  Obs 87	
sole24ore	-0.0848 Sig 0.0367 Obs 165	-0.0292 Sig 0.0030 Obs 87	1.0000  Obs 174

Da questi risultati si evince una debole correlazione positiva significativa tra mibEsg ed esgScore e una ancor più debole correlazione negativa tra Ilsole24ore e l'esgScore.

## 5. Capitolo 5: Analisi empirica

### 5.1 Analisi della variabile SDG13

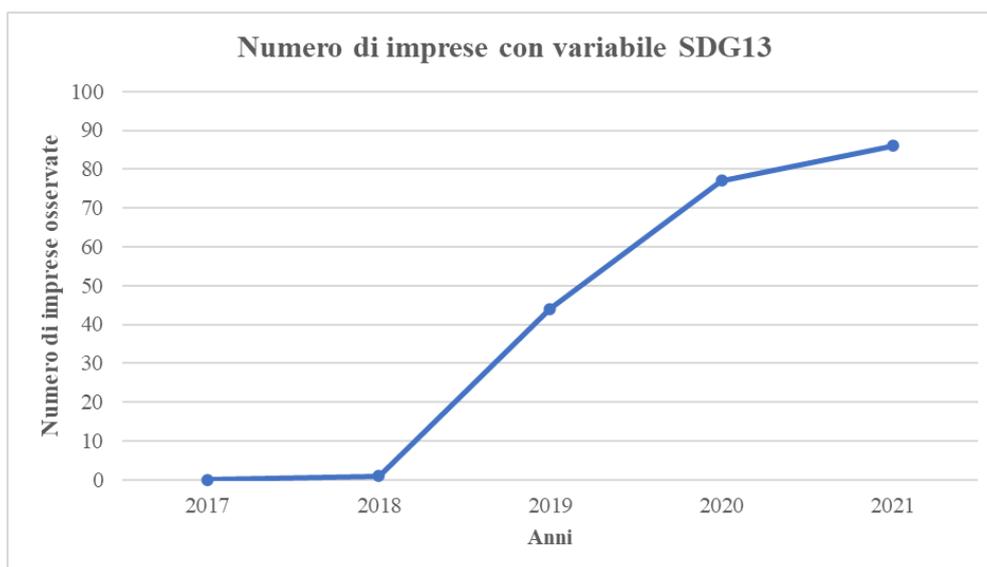
In merito alla variabile binaria SDG13 (Sustainable Development Goal 13), che, come visto, precedentemente rappresenta l'allineamento delle imprese all'obiettivo di sviluppo legato alla "Climate Action", ossia alla riduzione delle emissioni e delle pratiche che gravano sull'ambiente e sono causa del surriscaldamento globale, si è deciso di analizzare la relazione tra alcune variabili del dataset e la SDG13 effettuando una regressione logistica. A tal proposito, sono state prese in considerazione le variabili relative alla proprietà familiare, al settore di appartenenza, al ROA, alla dimensione in termini patrimoniali (Total Assets), all'appartenenza al segmento Star, alla proprietà pubblica (SOE) e alla presenza di investitori istituzionali (InstInv). Come riscontrabile nella tabella 5.1, il risultato è stato il seguente:

<b>Tabella 5.1 – Regressione logistica variabile SDG13</b>				
<b>SDG13</b>	<b>Coef.</b>	<b>Robust Std. Err.</b>	<b>z</b>	<b>P&gt;z</b>
Family dummy	.8426763*	.4777847	1.76	0.078
ROA	-1.520761	2.294039	-0.66	0.507
Assets	.0004106***	.0000948	4.33	0.000
Star	.0976404	.4150679	0.24	0.814
SOE	1.913494***	.6772083	2.83	0.005
ChimicoPetroliiferoEnergetico	-2.329325***	.9033606	-2.58	0.010
InstInv	-.6263472*	.366024	-1.71	0.087
_cons	-1.222649**	.614142	-1.99	0.047
Dummy di tempo	Si			
OBS	206			
Numero imprese	86			
Pseudo R <sup>2</sup>	0.2898			

Sulla base dei risultati visibili nella tabella 5.1, è evidente che le variabili relative al ROA e al segmento Star non siano significative. Mentre, la dimensione aziendale, l'appartenenza al settore Chimico-petroliifero-energetico, la proprietà pubblica (SOE) e la presenza di investitori istituzionali sono significative. Più nello specifico, la natura familiare, la dimensione aziendale e la natura pubblica hanno un'influenza positiva sul SDG13. Mentre, contribuiscono in maniera negativa la presenza di investitori istituzionali e l'appartenenza al settore Chimico-Petroliifero-Energetico. L'importanza della dimensione aziendale conferma le nostre attese, in quanto, maggiori sono le

dimensioni, maggiore sarà la pressione sociale e la disponibilità economica per mettere in pratica azioni legate alla “Climate Action”. La stessa valutazione può essere fatta per quanto concerne la natura familiare e la natura statale, mentre si registrano dei risultati opposti per il settore e per la presenza di investitori istituzionali. Riguardo al settore, il risultato è un po’ ambiguo, come visto nella letteratura, le imprese di questa tipologia, naturalmente, sono più soggette al fenomeno dell’inquinamento, tuttavia per lo stesso motivo, subiscono una maggiore pressione affinché limitino il loro impatto e agiscano per migliorare le proprie performance. Analogamente, la presenza di investitori istituzionali dovrebbe rappresentare un motivo di maggior pressione all’allineamento agli obiettivi ambientali; tuttavia, in questo caso contribuisce negativamente.

Da questo punto di vista è interessante anche l’andamento di questa variabile, le cui osservazioni, analogamente all’esgScore di Reuters, sono cresciute nel tempo. Di seguito nella figura 5.2 è possibile vedere la crescita del numero di imprese per le quali è disponibile il dato relativo alla variabile SDG13 (1 o 0 che sia):



**Figura 5.2 – Numero di imprese per anno con variabile SDG13**

Nella figura 5.2 è possibile notare come il dato sia cresciuto; infatti, nel 2017 non era disponibile per nessuna impresa, mentre nel 2021 per 86 imprese su 87 del nostro campione è possibile rilevare la variabile SDG13. Inoltre, tra il 2019 e il 2021 si possono registrare 16 casi in cui le imprese riescono ad allinearsi all’obiettivo SDG13 nonostante nelle osservazioni precedenti non fossero riuscite ad ottenere questo risultato. Di conseguenza, su un totale di 52 imprese che all’inizio non erano allineate all’obiettivo, 16, ossia il 30%, sono riuscite a cambiare la loro situazione.

Nell’ultimo anno di osservazione (2021), 50 imprese su 86 sono in linea con la variabile SDG13, ossia il 58% del campione.

## 5.2 Analisi dell'influenza familiare

Al fine di studiare l'impatto della componente familiare, verranno effettuate molteplici analisi che mirano a valutare l'impatto della componente familiare sulle performance ESG di un'impresa.

Il primo metodo è quello di analizzare tale effetto attraverso un modello di regressione simile a quello utilizzato da S. Fernando, al fine anche di avere un benchmark sull'analisi. Egli analizzò gli output ESG di alcune imprese americane rilasciate da KLD al fine di valutare l'impatto del controllo familiare sullo stesso.

Nel nostro caso utilizzeremo l'ESG score di Thomson Reuters come variabile dipendente, le variabili familiari come variabili indipendenti e alcune variabili economico-finanziarie e qualitative come variabili di controllo.

<b>Tabella 5.3 – Regressione OLS variabile esgScore</b>				
<b>esgScore</b>	<b>Family firm dummy</b> <b>(1)</b>	<b>Family control</b> <b>(2)</b>	<b>Family Management</b> <b>(3)</b>	<b>Ceo Founder</b> <b>(4)</b>
Family dummy	-2.686182 (3.562701)		-.7199745 (5.441227)	-3.320126 (3.874292)
Family shares		4.20868 (7.84664)		
Ceo Family			-3.698346 (4.840883)	
Ceo Founder				4.691576* (2.792754)
Assets	-.0002839*** (.0000882)	-.0002827*** (.000088)	-.0002844*** (.0000888)	-.0002807*** (.0000864)
Market to book ratio	.0231776 (.018808)	.0253517 (.0187075)	.0233635 (.0188281)	.0215458 (.0186754)
Log(FirmAge)	-12.06228** (5.148335)	-11.57597** (5.295938)	-11.95699** (5.164816)	-12.49675** (5.230905)
Log(CeoAge)	-1.602482 (14.42778)	.9657215 (13.56754)	-1.114169 (14.48409)	-5.979656 (16.55016)
ROA	8.805877 (16.14159)	9.952771 (15.93841)	9.305853 (16.26455)	6.917123 (16.84047)
InstInv dummy	3.807965*** (1.01133)	3.892407*** (1.008405)	3.84508*** (1.018377)	3.764065*** (1.013235)

Star	5.811518*** (.7827652)	5.766007*** (.7869239)	5.789528*** (.7841083)	5.733371*** (.7883723)
_cons	104.982 (66.91033)	90.16961 (64.02591)	102.8753 (67.21823)	124.264 (75.87862)
EFFETTI FISSI	SI	SI	SI	SI
R <sup>2</sup>	0.4308	0.4306	0.4319	0.4333
OBS	312	312	312	312
***significatività all'1%, **significatività al 5%, *significatività al 10% Tra parentesi errore standard ROBUSTO.				

Sono state effettuate quattro regressioni, una per la family firm dummy (1), una per il family control (2), una per il family management (3) e una relativa al Ceo Founder (4). Analizzando i risultati nella tabella 5.3, si registra la significatività della variabile relativa al Ceo founder nella regressione 4, la quale ha un'influenza positiva sull'ESG score.

Inoltre, si nota che in tutte le regressioni risulti significativa la variabile di controllo legata al patrimonio aziendale (Assets), con un lieve impatto negativo.

Si registra inoltre il significativo impatto positivo delle variabili legate all'appartenenza al segmento Star (fanno parte del segmento Star le imprese con una capitalizzazione fino a un miliardo di euro) e quella legata alla presenza di Investitori istituzionali. Entrambe confermano la pressione che il mondo finanziario esercita sulle imprese, esortandole a produrre un output etico-sociale migliore.

Infine, si registra l'impatto negativo legato all'età dell'impresa (firmAge), dimostrando che le imprese relativamente più giovani sono più attente ai temi ESG.

A questo punto verifichiamo quanto emerso sull'ESG score complessivo anche sui singoli pilastri che lo compongono, partendo da quello ambientale (Environmental Social Pillar Score) come è possibile vedere nella tabella 5.4:

**Tabella 5.4 – Regressione OLS variabile envScore**

<b>envScore</b>	<b>Family firm dummy (1)</b>	<b>Family control (2)</b>	<b>Family Management (3)</b>	<b>Ceo Founder (4)</b>
Family dummy	-1.473922 (7.6363)		-0.6843839 (9.522146)	-1.690236 (7.868651)
Family shares		13.07487 (13.76215)		
Ceo Family			-1.485042 (8.988174)	
Ceo Founder				1.602137 (4.008877)
Assets	-0.0003561** (.000145)	-0.0003523** (.0001441)	-0.0003563** (.0001455)	-0.0003549** (.0001445)
Market to book ratio	.016831 (.0257695)	.0198015 (.0262425)	.016905 (.0258836)	.0162693 (.0259435)
Log(FirmAge)	-18.56198*** 6.908764	-17.17849** (7.174161)	-18.51953*** (6.932605)	-18.70906*** (6.993816)
Log(CeoAge)	-4.568729 (18.35252)	-1.267236 (17.49019)	-4.372886 (18.41805)	-6.065297 (21.25389)
ROA	13.79609 (19.70123)	15.30434 (19.53869)	13.99543 (19.87478)	13.14023 (20.33514)
InstInv dummy	-27.35195*** (1.504658)	-27.20079*** (1.5386)	-27.33707*** (1.522998)	-27.36712*** (1.516416)
Star	9.889232*** (1.093075)	9.813566*** (1.109853)	9.880412*** (1.098985)	9.862619*** (1.095607)
_cons	144.3299 (85.81346)	121.2453 (83.24865)	143.4875* (86.16417)	150.9182 (98.14399)
EFFETTI FISSI	SI	SI	SI	SI
R <sup>2</sup>	0.3207	0.3243	0.3208	0.3209
OBS	311	311	311	311
<p>***significatività all'1%, **significatività al 5%, *significatività al 10%</p> <p>Tra parentesi errore standard ROBUSTO.</p>				

Nel caso relativo al pilastro ambientale, visibile in tabella 5.4, si registra la non significatività delle variabili familiari nelle quattro regressioni.

Anche per il pilastro ambientale, la variabile relativa al patrimonio (Assets) conferma la propria significatività con lo stesso impatto.

L'età dell'impresa (FirmAge), come nel caso dell'esgScore complessivo, si conferma significativa con un impatto negativo. Analogamente alla situazione precedente, restano significative le variabili legate al segmento Star e alla presenza di investitori istituzionali (InstInv dummy). Tuttavia, quest'ultima ha un apporto negativo, probabilmente, la loro presenza spinge all'ottenimento di un miglior risultato economico che ambientale.

Analizziamo di seguito, nella tabella 5.5, le quattro regressioni sul punteggio relativo al pilastro sociale (Social Pillar Score):

<b>Tabella 5.5 – Regressione OLS variabile socScore</b>				
<b>socScore</b>	<b>Family firm dummy (1)</b>	<b>Family control (2)</b>	<b>Family Management (3)</b>	<b>Ceo Founder (4)</b>
Family dummy	-1.782301 (3.926866)		-1.582927 (4.691208)	-3.185615 (4.247935)
Family shares		-3.201647 (12.95206)		
Ceo Family			-3.750019 (4.025983)	
Ceo Founder				10.39371*** (2.910981)
Assets	-.0002968*** (.0001129)	-.0002977*** (.000113)	-.0002969*** (.0001131)	-.0002893*** (.0001077)
Market to book ratio	.0193923 (.0275333)	.0198399 (.0274182)	.019411 (.0275724)	.0157486 (.0262378)
Log(FirmAge)	-13.3427 (17.73921)	-13.6403 (17.72572)	-13.33199 (17.77894)	-14.2969 (17.94776)
Log(CeoAge)	-5.799682 (14.05719)	.0682449 (13.49186)	-5.305139 (14.13117)	-10.28881 (14.0365)
ROA	8.28437 (16.43955)	8.543451 (16.07687)	8.334707 (16.49603)	4.029536 (17.47664)

InstInv dummy	-5.117535** (2.223065)	-5.12008** (2.229289)	-5.113777** (2.231446)	-5.215932** (2.23937)
Star	5.041621*** (.9413313)	5.039735*** (.9441763)	5.039393*** (.9451232)	4.868966*** (.9472321)
_cons	112.0924 (92.61678)	110.6043 (93.62838)	111.8797 (93.0534)	154.8337 (94.52223)
EFFETTI FISSI	SI	SI	SI	SI
R <sup>2</sup>	0.3079	0.3235	0.3080	0.3326
OBS	311	311	311	311
<p>***significatività all'1%, **significatività al 5%, *significatività al 10%</p> <p>Tra parentesi errore standard ROBUSTO.</p>				

Come riscontrabile in tabella 5.5, l'unica variabile dipendente significativa è quella relativo al Ceo Founder della regressione 4. Essa ha un'importante influenza positiva sul social score, dimostrando che la presenza di un Ceo che è anche fondatore, porta l'impresa ad essere più attenta alle tematiche sociali, tra le quali ricordiamo comunità, diritti umani, responsabilità del prodotto e forza lavoro.

Questo risultato non ci sorprende perché, in questo elaborato, è stata argomentata e discussa approfonditamente, l'importanza che può avere nell'output sociale, la presenza di elementi familiari. Come già detto in precedenza, Reuters per il pilastro sociale, considera una pluralità di tematiche, come ad esempio la comunità. In questo senso, la presenza di un Ceo, che è anche il fondatore dell'impresa, genera sul soggetto un senso di appartenenza talmente rilevante da identificare la sua stessa persona con l'impresa. È in questo contesto che la reputazione gioca un ruolo fondamentale e proprio, in virtù di ciò, è essenziale agire in maniera adeguata nella comunità nella quale si opera. Reuters, tra i vari elementi relativi alla comunità, misura l'attitudine di un'impresa a comportarsi come un "bravo cittadino", rispettando rigorosi standard etici e morali sempre preservando, in primis, la salute pubblica. A questi concetti, si legano altre tematiche valutate dall'agenzia di rating, come, per fare un esempio, il rispetto dei diritti umani e la tutela della forza lavoro. Nello specifico, riguardo al primo tema, oggi è molto raro che in un Paese industrializzato come l'Italia, un'impresa possa ledere i diritti umani in prima persona, tuttavia può farlo in maniera indiretta, non prestando attenzione alla filiera produttiva da cui reperisce eventuali materie prime, semilavorati o prodotti. In questo caso, le imprese familiari e in particolare quelle guidate dal proprio fondatore, hanno una forte presenza locale ed, essendo mediamente di dimensioni ridotte rispetto alle imprese non familiari, possono controllare meglio la filiera

produttiva che, solitamente, è più piccola e semplice. In modo analogo, la reputazione può agire da driver per assicurare un miglior contesto lavorativo per i dipendenti, garantendo loro una maggiore sicurezza, promuovendo la diversità, l'uguaglianza di opportunità e la possibilità di miglioramento.

Con maggiore riferimento all'analisi, anche per il pilastro sociale, la variabile relativa al patrimonio (Assets) conferma la propria significatività con lo stesso impatto dei casi relativi all'ESG score complessivo e all'Environmental Pillar Score.

Inoltre, in modo analogo al caso ambientale (envScore), le variabili relative al segmento Star e agli Investitori istituzionali sono significative, con quest'ultima che conferma il suo impatto negativo anche per il Social Pillar Score.

Infine, nella tabella 5.6 viene analizzato il caso dello score relativo all'ultimo pilastro, ossia quello della Governance:

<b>Tabella 5.6 – Regressione OLS variabile govScore</b>				
<b>govScore</b>	<b>Family firm dummy</b>	<b>Family control</b>	<b>Family Management</b>	<b>Ceo Founder</b>
	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3)</b>	<b>(4)</b>
Family dummy	-4.337348 (3.604104)		1.149978 (5.773397)	-3.399371 (4.269717)
Family shares		6.727567 (11.38422)		
Ceo Family			-10.32112** (4.101256)	
Ceo Founder				-6.94717 (7.253104)
Assets	-.0002633** (.0001048)	-.0002612** (.0001049)	-.0002647** (.0001056)	-.0002683** (.0001027)
Market to book ratio	.0408045 (.0297034)	.0442952 (.028836)	.0413193 (.0305118)	.04324 (.0294521)
Log(FirmAge)	4.584235 (15.84358)	5.364858 (15.79012)	4.879241 (15.91898)	5.222021 (16.01694)
Log(CeoAge)	1.803873 (23.1141)	5.935084 (21.01757)	3.164997 (23.10609)	8.293278 (27.39155)
ROA	19.35171 (24.88977)	21.17715 (24.3536)	20.73714 (25.02395)	22.19565 (24.49257)

InstInv dummy	23.66331*** (2.778394)	23.79866*** (2.77149)	23.76673*** (2.795324)	23.72908*** (2.803871)
Star	4.077666** (1.598286)	4.004643** (1.604243)	4.016363** (1.591964)	4.193068** (1.616174)
_cons	17.87229 (118.3619)	-5.930108 (111.6159)	12.01745 (118.735)	-10.69606 (134.8891)
EFFETTI FISSI	SI	SI	SI	SI
R <sup>2</sup>	0.2954	0.2952	0.2989	0.2976
OBS	311	311	311	311
***significatività all'1%, **significatività al 5%, *significatività al 10% Tra parentesi errore standard ROBUSTO.				

Guardando i risultati ottenuti nella tabella 5.6, per il pilastro Governance, si nota una situazione differente dagli altri pilastri. Si registra la significatività della variabile dipendente del Ceo familiare nella regressione del family management (3). Tuttavia, l'apporto della variabile relativa al Ceo familiare è negativo, anche se, come analizzato in questa tesi, la visione familiare sul tema è un po' ambigua. Guardando i parametri valutati da Reuters inerenti al pilastro governance, ci sono degli aspetti per i quali la letteratura si è spesso divisa sul tema "familiare". L'output di questi risultati sembra convergere verso l'ipotesi che temi quali la strategia CSR, l'indipendenza e la trasparenza della governance e il rapporto con gli azionisti siano meno efficacemente gestiti quando l'amministratore è della famiglia.

Differentemente dai casi precedenti, non si riscontra la significatività dell'età dell'impresa, mentre si confermano significative le variabili relative al patrimonio aziendale (Assets), al segmento Star e alla presenza di Investitori istituzionali. Quest'ultima, analogamente al caso dell'ESG score complessivo, ha un'influenza positiva sull'output dello score legato alla governance, confermando che la loro presenza esorta l'impresa a stare maggiormente attenta sui temi legati alla governance, specialmente a quelli legati alla sua trasparenza e indipendenza.

## CONCLUSIONI

L'intero lavoro di tesi si è posto l'obiettivo di analizzare l'evoluzione dell'importanza del rating ESG e delle pratiche CSR che le imprese mettono in atto per il miglioramento delle proprie performance etico-sociali. Sono state inoltre ricercate e discusse informazioni sulla natura delle imprese familiari per poi identificarne i tratti tipici e come questi ultimi potessero intrecciarsi con il più ampio tema relativo alle condotte etiche.

È stata esaminata e discussa la letteratura sul tema della relazione tra ESG e family firms, registrando pareri discordanti su una loro eventuale correlazione positiva. Al fine di esaminare un caso pratico, sono stati raccolti dati sulle performance ESG tra il 2017 e il 2021 di 87 imprese italiane quotate alla Borsa Italiana, sfruttando il database di Thomson Reuters che, come ricordiamo, monitora e aggiorna costantemente gli ESG Score.

L'obiettivo dell'analisi è stato quello di esaminare la situazione del campione, per poi analizzarne i dati tramite delle regressioni. L'ipotesi base è stata la supposizione che la natura familiare avesse un'influenza positiva sull'output etico-sociale.

Analizzando le statistiche descrittive sono emersi dei risultati migliori per le imprese non-familiari che, sempre nell'ambito del campione in esame, hanno dei valori in termini di variabili economico-finanziarie più alti delle family firms. Dal punto di vista della conformazione, il campione ha evidenziato un rapporto tra family e non family firms abbastanza equo, con le prime che ne hanno rappresentato il 57% delle imprese totali. È inoltre emerso che tra le family firms c'è una forte tendenza ad affidarsi al mercato dei manager (51% dei casi) e non optare per amministratori familiari. Un dato negativo è stato invece la poca rappresentanza femminile tra i Ceo delle imprese del campione, ferma all'8% dei casi.

Mentre, per quanto concerne l'analisi, sono stati esaminati sia l'ESG score complessivo sia i singoli pilastri che lo compongono, al fine di valutare l'impatto delle variabili familiari. Sin dai primi risultati è emersa in poche situazioni la significatività delle variabili familiari. Gli unici casi in cui le variabili familiari sono risultate significative riguardano la regressione del Ceo founder sia sullo score complessivo che sul pilastro sociale e quella del family management sul governance score. Nel primo, la presenza di un Ceo fondatore ha un significativo impatto positivo sull'output ESG complessivo e su quello sociale. Questo è un risultato che supporta alcune delle affermazioni prodotte nella stesura di questo elaborato, confermando che la presenza di un Ceo fondatore, generi in esso l'identificazione della sua persona nell'impresa stessa. Questa condizione produce la necessità di gestire in maniera efficiente le tematiche che possano influire sulla reputazione aziendale, esortando il founder a intraprendere azioni che possano contribuire al miglioramento

della stessa. Mentre, per quanto concerne la governance, la natura familiare del Ceo (Ceo\_Family) produce un significativo impatto negativo sul Governance Pillar Score. Questo risultato non è totalmente inatteso, in quanto, tra gli eventuali aspetti negativi legati alla natura familiare, vi è la possibile riduzione di trasparenza delle azioni legate alla governance, favorita dalla composizione familiare del board.

Inoltre, in merito alle variabili di controllo, si sono spesso dimostrate significative quelle relative al patrimonio aziendale, all'appartenenza al segmento Star e alla presenza di investitori istituzionali con degli impatti differenti a seconda del pilastro esaminato. In linea generale, l'appartenenza al segmento Star della borsa italiana ha un'influenza positiva sui punteggi in tutti i casi, dimostrando che l'alto potenziale di crescita di queste imprese, le esorta a migliorare le proprie performance etico-sociali anche in vista di eventuali investitori. Non è un caso che le imprese di questo segmento siano tenute a rispettare particolari requisiti di sostenibilità, trasparenza e solidità finanziaria.

È bene evidenziare che, come ogni studio, anche questo ha dei limiti, come ad esempio la dimensione del campione o la mancanza di alcuni dati.

Tuttavia, sempre nel contesto di quest'analisi, è emersa la quasi totale assenza di correlazione tra migliori performance ESG e la natura familiare di un'impresa. Inoltre, valutando il campione, le non-family firms hanno in media registrato delle dimensioni economico-patrimoniali decisamente maggiori, il che può contribuire in qualche modo alla spiegazione di migliori risultati ESG. Tutto ciò va probabilmente ricercato nel fatto che, maggiori dimensioni si traducono in maggiori disponibilità economico-finanziarie. Come visto precedentemente, la sostenibilità ha un costo e, quindi, avere a disposizione maggiori risorse si traduce in un'opportunità per le imprese. Inoltre, le più importanti dimensioni possono generare nell'impresa una maggiore pressione all'adeguamento agli obiettivi etico-sociali e di sostenibilità, i quali possono rappresentare oltre che un traguardo morale, un vantaggio competitivo per il presente e per il futuro.

In conclusione, il rating ESG sta assumendo un ruolo sempre più importante nella reputazione di un'impresa, tuttavia emergono ancora delle criticità legate ai criteri presi in considerazione dalle varie società di rating e soprattutto sulle vere motivazioni alla base della scelta di un'impresa di adeguarsi agli obiettivi etico-sociali. In merito a quest'ultimo aspetto, è difficile dare una risposta, ma rimane comunque fondamentale che sempre più imprese intraprendano la strada della sostenibilità in modo da esercitare una minore pressione sul nostro pianeta, favorendo il benessere della collettività.

## BIBLIOGRAFIA

- Abeyskeraa, Fernando (2020) - Corporate social responsibility versus corporate shareholder responsibility: A family firm perspective, *Journal of Corporate Finance* 61 (2020) 101370.
- Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103.
- Arru Brunella, Marco Ruggieri, 2016, I Benefici della Corporate Social Responsibility nella Creazione di Valore Sostenibile: il Ruolo delle Risorse di Competenza e del Capitale Reputazionale, *Economia Aziendale Online* VOL. 7. 1/2016: 17-41.
- Ashforth, B. and Mael, F. (1989). 'Social identity theory and the organization'. *Academy of Management Review*, 14, 20–39.
- Astrachan, Shanker M.C. (2003), "Family Businesses' Contribution to the U.S. Economy: A Closer Look", *Family Business Review*, 16(3): 211-219.
- Astrachan, Klein, Smyrnios (2005) - The F-PEC Scale of Family Influence: Construction, Validation, and Further Implication for Theory - *Entrepreneurship: Theory and Practice*.
- Badenock+Clark, Report Women in charge: Analisi delle differenze di genere ai vertici delle imprese, 2021.
- Basu K.- Palazzo G., 2008, CSR: A process model of sensemaking, *Academy of Management Review*, 33.
- Barnes, Hershon (1976). Transferring power in the family business. *Harvard Business Review*. 54(4) 105-114.
- Baschieri G. (2014) – L'impresa familiare pp 196.
- Block, Wagner (2014) - Ownership versus management effects on corporate social responsibility concerns in large family and founder firms, *Journal of Family Business Strategy* 5 (2014) 339–346.
- Bobbio V. (2020), Quanto costa diventare sostenibili? Racconti di sostenibilità, [nexteconomia.org](http://nexteconomia.org)
- Bowen, 1953, *Social Responsibilities of the Businessman*.
- Boyd David R., The right to a clean, healthy and sustainable environment: non-toxic environment – Report ONU 2021
- Branco M.C. and Rodrigues L.L., 2006, Corporate Social Responsibility and Resource-Based Perspectives, *Journal of Business Ethics*, Vol. 69 [111-132].
- Campbell J.L., 2007, Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of CSR, *Academy of Management Review*, 32.
- Chua, Chrisman, Sharma (1999) - Defining the Family Business by Behavior – *Entrepreneurship Theory and Practice* 23 (4): 19–39.
- Clementino – Perkins, How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy, *Journal of Business Ethics* (2021) 171:379–397.
- Colarossi, Giorgino, Steri, Viviani (2008) - A corporate governance study on Italian family firms, corporate ownership & control / volume 5, Issue 4, Summer 2008.
- Corbetta G., Quarato F. (2022) – XIII Osservatorio AUB.

- D'Allura, Faraci (2018) – Le imprese familiari. Governance, internazionalizzazione e innovazione.
- Dall'Occhio M., Tzivelis D., Vinzia M.A. (2010) “Capital structure: The Italian market perspective”, *Chinese Business Review*, 9, 5.
- Davis, 1973, The Case for and Against Business Assumption of Social Responsibilities, *Academy of Management Journal* Vol. 16, No. 2.
- Davis, 1983, Realizing the potential fo the family business. *Organizational Dynamics*, 12(1) - 47-56.
- Davis, P. S. and Harveston, P. D.,1999, ‘In the founder’s shadow: conflict in the family firm’. *Family Business Review*, 12, 311–24.
- De Pascale Angelina, *EyesReg: Il difficile rapporto tra economia e ambiente*, Vol. 1, N.4 – novembre 2011.
- Donckels, R. & Frohlich, E. (1991). Are family businesses really different? European experiences from STRATOS, *Family Business Review*. 4{2). 149-160.
- Donnelley, R.G. (1964), “The family business”, *Harvard Business Review*, Vol. 42 No. 4, pp. 93-105
- Bernard, B. (1975). The development of organization structure in the family firm. *Journal of General Management*, Autumn, 42-60
- Dreux D. R., IV. (1990). Financing family business: Alternatives to selling out or going public. *Family Business Review*. I (3), 225-243.
- El Ghoul, Guedhami, Wang, Kwok (2016) - Family control and corporate social responsibility, *Journal of Banking and Finance* 73 (2016) 131–146.
- Elbasha, T.; Avetisyan, E. A framework to study strategizing activities at the field level: The example of CSR rating agencies. *Eur. Manag. J.* 2018, 36, 38–46.
- Escrig-Olmedo, E.; Muñoz-Torres, M.J.; Fernandez-Izquierdo, M.A. Socially responsible investing: Sustainability indices, ESG rating and information provider agencies. *Int. J. Sustain. Econ.* 2010, 2, 442–461.
- Espeland, W. N., & Sauder, M. (2007). Rankings and reactivity: How public measures recreate social worlds. *American Journal of Sociology*, 113(1), 1–40.
- European Commission (2009) Final report of the expert group overview of family–business–relevant issues: Research, networks, policy measures and existing studies.
- Fiori G, Donato F, Izzo M (2007) Corporate social responsibility and firms’ performance. An analysis of Italian listed companies.
- Freeman, E. R.: 1984, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (Pitman, Boston, MA).
- A.B. Carroll, The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholder, *Business Horizons* / July-August 1991.
- Friedman M. (1970), “The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits”, *New York Times Magazine*.
- Jensen-Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3 (1976), pp 305-360.
- Johnson H., 1971, *Business in Contemporary Society: Framework and Issues*.

- König, A., Kammerlander, N., Enders, A. (2013). The family innovator's dilemma: How family influence affects the adoption of discontinuous technologies by incumbent firms. *Academy of Management Review*, 38(3), 418-441.
- Leach, P. (1990) *Managing the family business in the U.K.: A Stoy Hayward survey in conjunction with the London Business School*, London: Stoy Hayward.
- Manne (1965) - Mergers and the Market for Corporate Control - *The Journal of Political Economy*, Vol. 73, No. 2. (Apr. 1965), pp. 110-120.
- Marques, Presas, Simon (2014) - The Heterogeneity of Family Firms in CSR Engagement: The Role of Values, *Family Business Review* 2014, Vol. 27(3) 206 – 227.
- McGuire, Dow, Bakr (2012) - All in the family? Social performance and corporate governance in the family firm, *Journal of Business Research* 65 (2012) 1643–1650.
- Miller, D. and Le Breton-Miller, I. (2005). *Managing for the Long Run: Lessons in Competitive Advantage from Great Family Businesses*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Muñoz-Torres, M.J.; Fernández-Izquierdo, M.Á.; Rivera-Lirio, J.M.; Ferrero-Ferrero, I.; Escrig-Olmedo, E.; Gisbert-Navarro, J.V.; Marullo, M.C. An Assessment Tool to Integrate Sustainability Principles into the Global Supply Chain. *Sustainability* 2018, 10, 535.
- Nurn C.W. and Tan, G. (2010), Obtaining Intangible And Tangible Benefits From Corporate Social Responsibility, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 6, No. 4 [360-371].
- Rossi-Harjoto, Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency costs: evidence from Italian listed companies, *Review of Managerial Science* (2020) 14:1149–1181.
- Sacconi, 2004, Responsabilità sociale come governance allargata d'impresa: Un'interpretazione basata sulla teoria del contratto sociale e della reputazione, *Liuc papers* n. 143, suppl. A febbraio 2004.
- Sciascia S., prof. Univ. LIUC, *Intervista Financial Times*.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H. and Dino, R. N. (2003). 'Toward a theory of agency and altruism in family business' *Journal of Business Venturing*, 18, 473–90.
- Sciascia, Nordqvist, Mazzola, De Massis (2014): Family Ownership and R&D Intensity in Small and Medium-Sized Firms, *J Prod Innov Manag* 2015;32(3):349–360.
- Sifuna A.P. (2012), "Disclose or Abstain: The Prohibition of Insider Trading on Trial", *Journal of International Banking Law and Regulation*, 27, 9.
- Sirmon D.G., Hitt M.A. (2003), "Managing Resources: Linking Unique Resources, Management, and Wealth Creation in Family Firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4): 339-358.
- Tappeiner, Howorth, Achleitner, Schraml – 2012 - Demand for private equity minority investments: A study of large family firms - *Journal of Family Business Strategy* 3 (2012) 38–51.
- Tencati A. (2002), *Sostenibilità, impresa e performance: un nuovo modello di evaluation and reporting*, Egea, Milano.