



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale (LM-31)

A.a. 2023/2024

Sessione di Laurea Aprile 2024

Proprietà familiare e risultati ESG:

analisi delle aziende quotate italiane

Relatore:

Prof.ssa Laura Abrardi

Candidato:

Giuseppe Alfonso Pio Palermo

Indice

Abstract	3
Capitolo 1	
1.1. Sviluppi storici e normative in direzione dell'ESG.....	4
1.2. Il ruolo dei ratings ESG.....	10
1.2.1. Evoluzione delle agenzie di ratings.....	11
1.2.2. Best-Practices.....	13
1.2.3. Focus sui limiti dei ratings.....	15
1.3. La minaccia del Greenwasing.....	17
1.4. La risposta dell'Italia alla sostenibilità.....	18
Capitolo 2	
2.1. Gli impatti dei ratings ESG sull'impresa, evidenze statistiche	23
2.1.1. Top line growth e fiducia del consumatore.....	23
2.1.2. Riduzione dei costi operativi.....	25
2.1.3. Valore dell'impresa e accesso al credito.....	25
2.1.4. Valore del brand.....	29
2.2. Il perimetro dell'indagine: la definizione di impresa familiare e presenza in Italia.....	30
2.3. I punti di contatto tra le imprese familiari e i criteri ESG.....	35
Capitolo 3	
3.1. Una panoramica del campione.....	44
3.2. Descrizione e valori campionari delle variabili.....	50
Capitolo 4	
4.1. Analisi econometrica del campione: regressione lineare e test d'ipotesi con la t di Student.....	60
4.2. Analisi econometrica del campione: regressione lineare con regressori economico-finanziari.....	64
4.3. Test d'ipotesi su più coefficienti: proprietà e gestione familiare dell'impresa.....	70
4.4. Conclusioni.....	73

Abstract

Il contenuto informativo di questo elaborato, incentrato sulla tematica dei ratings ESG, si presta ad essere utile nel comprendere perché le imprese intraprendono percorsi diversi verso le esigenze normative e comunitarie che impongono loro maggiori responsabilità. Inizialmente, la tesi introduce il contesto storico e i successivi sviluppi regolamentari legati ai ratings ESG. Successivamente, si approfondisce l'analisi studiando i limiti, i vantaggi e la struttura stessa dei ratings ESG, per poi estendere l'indagine alle differenze di valutazioni emerse all'interno di un campione di imprese, distinguendo tra quelle definite come familiari e quelle non familiari. La ricerca è guidata da una revisione della letteratura utile nel valorizzare i concetti chiave che sono poi opportunamente approfonditi secondo lo scopo dell'elaborato. Nello specifico, si effettua un'analisi di regressione del campione per comprendere l'effetto causale tra punteggio ESG e la tipologia d'impresa, mantenendo costanti le variabili di controllo. Nonostante, le limitazioni del caso (dimensione del campione, natura delle variabili, dati non sperimentali) si riescono a trarre delle conclusioni interessanti che possono essere il punto di partenza per ulteriori approfondimenti.

Capitolo 1

1.1 – Sviluppi storici e normative in direzione dell’ESG

Oggigiorno il concetto di sostenibilità è diventato più che mai un’esigenza condivisa in modo da rispondere in maniera proattiva alle insistenti perturbazioni ambientali, sociali ed economico-finanziarie. La crescente preoccupazione per l’innalzamento della temperatura, gli scontri politici per abbattere le differenze sociali o la crisi finanziaria del 2008, sono solo alcune tra le tematiche più recenti e discusse. Tuttavia, il concetto di sostenibilità inizia ad essere parte dell’interesse comune nel 1972, con il lavoro del Club di Roma¹, “*Limits of Growth*”, che evidenzia i limiti delle risorse naturali del nostro pianeta. Non a caso, nello stesso anno la prima conferenza sull’ambiente delle Nazioni Unite, dalla quale scaturisce la Dichiarazione di Stoccolma che sancisce “*il diritto di tutti gli esseri umani di avere accesso a condizioni di vita soddisfacenti, in un ambiente che consenta di vivere nella dignità e nel benessere*”. Nel 1987, in seguito alla pubblicazione del rapporto “*Our Common Future*” della Commissione mondiale sull’ambiente e lo sviluppo (*WCED*), si è giunti a una definizione univoca di sviluppo sostenibile come “*la capacità di soddisfare i bisogni della generazione presente senza compromettere quelli delle generazioni future*”. Questo concetto è stato poi integrato qualche anno dopo, in occasione della conferenza ONU su ambiente e sviluppo tenutasi a Rio de Janeiro 1992 (noto come *The Earth Summit*), con la sovrapposizione della sostenibilità ambientale e le problematiche di carattere sociale ed economico.

In questo contesto, inizia a rafforzarsi la pratica aziendali dell’investimento socialmente responsabile (*SR*) che hanno radici molti decenni prima. Infatti, si ritiene che fu un movimento religioso conosciuto come ‘*quaccheri*’ a dare vita ai primi fondi etici in Inghilterra intorno al 1600. I loro investimenti escludevano aziende in attività anti-etiche, come tabacco, armi, alcol e gioco d’azzardo, una vera e propria selezione che prende il nome di “*screening negativo*”. Il desiderio di investire in modo coerente con i valori personali e religiosi ha aperto la strada a quello che oggi è diventato l’investimento sostenibile. Nel frattempo, si è passati dalla idea di Milton Friedman (1970)², che attribuiva alle imprese la responsabilità di usare

¹ Il Club di Roma è una associazione non governativa, non-profit, di scienziati, economisti, uomini e donne d'affari, attivisti dei diritti civili

² Friedman M. (1970), “The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits”, New York Times Magazine

le risorse solamente per aumentare il profitto, alla filosofia di Robert Edward Freeman (1984)³, il quale si focalizzò sul valore per l'impresa di curare gli interessi degli stakeholder. Tuttavia, le prime reali linee guida per orientare gli investimenti nella giusta direzione sono dettate dal Global Reporting Initiative (*GRI*) intorno al 2000. Il suddetto ente internazionale definisce un quadro di riferimento sia per la rendicontazione della performance sostenibile delle imprese (*CSR*, Corporate Social Responsibility), sia per le valutazioni finanziarie degli investitori (*Kathleen Wilburn, Ralph Wilburn*)⁴. Con questa nuova prospettiva, gli investitori non escludono le imprese per la loro attività, piuttosto valutano l'impatto che la realtà produttiva ha dal punto di vista ambientale, sociale e di governance. In questa direzione, nel 2004, l'ex segretario generale delle Nazioni Unite Kofi Annan convocò oltre 50 amministratori delegati di importanti istituzioni finanziarie, invitandoli a partecipare ad un'iniziativa congiunta sotto gli auspici del Global Compact delle Nazioni Unite e con il supporto dell'International Finance Corporation (*IFC*) e il governo svizzero. L'iniziativa si conclude con il report "*Who Cares Wins*" l'anno seguente, dove per la prima volta è emerso l'acronimo ESG (*Environment Social Governance*) e si è discusso di come una gestione adeguata di queste macroaree possa portare benefici sulle performance aziendali. Nel dettaglio, il paradigma ESG mette in luce una serie di criteri e riflessioni di cui le aziende tengono conto per allinearsi al nuovo concetto di sostenibilità, raggruppati nei seguenti tre capisaldi:

- *Environment*, si tiene conto del comportamento di un'azienda nei confronti dell'ambiente nel quale è collocata e dell'ambiente in generale, considerando tutte le decisioni in ambito della tutela della biodiversità, agroalimentare, della gestione responsabile delle materie prime e delle risorse di acqua, aria e vegetazione, dell'uso di energia. In particolare, le aziende devono considerare, anche, la riduzione al minimo dei danni che provocano cambiamenti climatici rischiosi (ad esempio, l'emissione di CO₂).
- *Social*, si valutano tutte le iniziative intraprese da un'azienda che influenzano il contesto sociale. Questa dimensione mira a esaminare la relazione dell'azienda con la comunità locale e le persone al fine di promuovere un'immagine positiva. Alcuni dei principali aspetti considerati includono il trattamento e la promozione dei

³ Freeman, R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*; Pitman: Boston, MA, USA, 1984; pp. 35–42.

⁴ Wilburn, K. and Wilburn, R. (2013), "Using Global Reporting Initiative indicators for CSR programs", *Journal of Global Responsibility*, Vol. 4 No. 1, pp. 62-75

dipendenti, la cultura aziendale con particolare attenzione all'impatto sulla comunità e alle relazioni intercorrenti, il programma di formazione del personale, l'attenzione alla parità di genere e alla diversità, la gestione della privacy e la protezione dei dati.

- *Governance*, denota il campo della gestione e del controllo aziendale che si ispira a buone pratiche e a principi etici. Questi principi includono le modalità con cui l'organizzazione affronta le violazioni, come la corruzione, la trasparenza nelle decisioni aziendali, il rispetto dei diritti degli azionisti, la composizione e la remunerazione del consiglio di amministrazione, la struttura dei comitati di audit e il meccanismo di segnalazione anonima delle irregolarità.

Diventa evidente a questo punto il comportamento degli investitori, che da un lato continuano a perseguire il profitto, ma al contempo monitorano con attenzione come le aziende si adeguano al framework ESG, in linea con i principi per l'investimento responsabile delle Nazioni Unite (*UN PRI*, 2006), ovvero:

- Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti.
- Essere azionisti attivi ed inserire i temi ESG nelle politiche e pratiche di gestione.
- Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali si investe.
- Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei principi nel settore finanziario.
- Collaborare per migliorare l'efficacia nell'applicazione dei principi.
- Comunicare le attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi.

Tuttavia, i fondi d'investimento responsabile che aderiscono a questi principi iniziano ad essere una parte consistente dell'economia globale in termini assoluti negli ultimi 10 anni (*figura 1.1*). In particolare, dal 2014 in poi, anno in cui i primi lavori accademici come quello di George Serafeim, Bob Eccles e Ioannis Ioannou (*"The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance"*) studiano la correlazione tra le pratiche ESG, la strategia di gestione del rischio e le performance dell'impresa. Anche le istituzioni mondiali in questi anni fissano obiettivi chiari da raggiungere nel breve termine: con *l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile* del 25 settembre 2015, sottoscritta da 193 paesi delle Nazioni Unite; e *l'Accordo di Parigi* del 12 dicembre 2015, che sancisce l'intesa universale e

giuridicamente vincolante riguardo l'impegno da parte dei 197 stati membri della UNFCC (*United Nation Framework Climate Chance*), di limitare l'aumento di temperatura a 1.5 °C rispetto il livello pre-industriale.

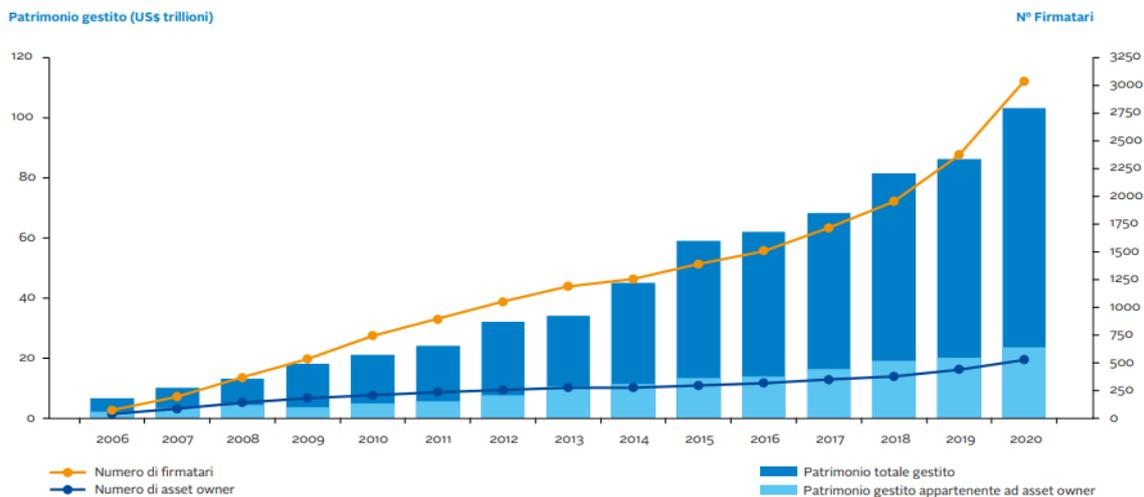


Figura 1.1, (Fonte: Report Principles for Responsible Investment)

Nello specifico, l'Agenda 30 concretizza 169 target raggruppati in 17 obiettivi chiave (figura 1.2) per lo sviluppo sostenibile (SDGs, *Sustainable Development Goals*) da raggiungere entro il 2030. Gli SDGs sono stati definiti per affrontare sfide urgenti come la povertà, la fame, l'uguaglianza di genere, l'accesso all'istruzione, la salute, la sostenibilità ambientale e molte altre questioni cruciali. L'obiettivo è promuovere uno sviluppo sostenibile in tutto il mondo, garantendo la prosperità economica, il benessere sociale e la protezione ambientale. Per raggiungere gli SDGs, è necessario un impegno congiunto e la collaborazione di tutte le parti interessate, inclusi governi, imprese, organizzazioni non governative, università, centri di ricerca e cittadini. Ogni nazione deve definire una strategia efficace per raggiungere gli obiettivi, tenendo conto delle proprie capacità e delle specificità locali. L'Agenda 2030 rappresenta una sfida complessa, ma è fondamentale per creare un futuro sostenibile per le generazioni presenti e future. Il coinvolgimento di tutti gli attori della società è essenziale per affrontare le sfide globali e lavorare insieme verso uno sviluppo sostenibile e inclusivo.



Figura 1.2, (Fonte: sdgs.un.org)

L'Europa, per indirizzare la realizzazione dei grandi obiettivi sopra citati, nel marzo del 2018 pubblica *"Action Plan on Financing Sustainable Growth"*. Il piano d'azione, per sua definizione, indica una strategia dettagliata da seguire per raggiungere lo scopo prefissato. In questo caso, in linea con l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030, la strategia delinea una serie di misure per un sistema finanziario autenticamente sostenibile (che tiene conto delle dinamiche sociali e ambientali) che mirano a:

- *Favorire la canalizzazione degli investimenti finanziari verso un'economia maggiormente sostenibile.*

Prima del piano d'azione, il livello degli investimenti non era sufficiente a reggere un sistema economico sostenibile sotto il profilo ambientale e sociale. Il divario annuo di investimenti per la realizzazione degli obiettivi dell'UE entro il 2030 si attestava a 180 miliardi di EURO. La principale causa è stata individuata nella mancanza di un'unica *"tassonomia europea"* del concetto di sostenibilità che orientasse gli investitori, nel finanziare le infrastrutture sociali necessarie ad affrontare le questioni di ineguaglianza e di inclusività. L'idea di trasformare l'economia europea in un sistema più verde, circolare e resiliente ha il duplice scopo di ridurre l'impronta ambientale ed essere più competitivi.

➤ *Tenere conto della sostenibilità nella gestione dei rischi.*

Includere gli obiettivi ambientali e sociali nei processi decisionali finanziari mira a limitare l'impatto finanziario dei rischi ambientali e sociali. Infatti, alla luce delle crescenti catastrofi naturali le imprese di assicurazioni si trovano a sostenere costi maggiori. Anche le banche sono esposte ad eventuali perdite a causa della minore solvibilità delle imprese coinvolte in catastrofi e fortemente dipendenti da risorse naturali. Una ricerca del Fondo Monetario Internazionale (*Redistribution, Inequality, and Growth*) ha registrato un aumento dell'86% per le perdite economiche a causa dei disastri naturali tra il 2007 e il 2016. Questa significativa fonte di rischio costituisce pertanto un considerevole onere per le aziende che non affrontano diligentemente la questione della sostenibilità.

➤ *Promuovere la trasparenza e gli investimenti di lungo periodo.*

La trasparenza delle imprese in materia di sostenibilità garantisce agli attori del mercato finanziario, sia di valutare in modo adeguato la creazione di valore nel lungo termine da parte delle imprese che la gestione dei rischi di sostenibilità. Infatti, la trasparenza da un lato, mette a conoscenza gli operatori del mercato circa la sostenibilità dell'impresa, dall'altro, esorta le imprese ad avere una visione più di lungo termine e di miglioramento continuo. Quindi, l'impegno della Commissione Europea è quello di ridurre la tendenza del settore finanziario a valutare gli introiti solo nel breve termine. In particolare, mediante una maggiore trasparenza gli investitori, sia istituzionali che privati, possono adottare decisioni di investimento più informate. In tale contesto, la Commissione accoglie con favore e sostiene le iniziative private in materia di divulgazione volte a promuovere una facile accessibilità alle informazioni sulla finanza sostenibile.

I regolamenti più recenti della Commissione continuano a seguire queste indicazioni dell'Action Plan, fissando come unico obiettivo di essere il primo continente ad impatto climatico zero entro il 2050. L'Europa, in tal senso, si presta ad essere la guida mondiale della transazione ecologica diventando meta per i capitali esteri che scelgono di investire nella sostenibilità e guadagnando un vantaggio competitivo in un'economia globale in trasformazione. Nel raggiungere questo ambizioso risultato la commissione nel 2019 ha

presentato il *Green Deal* europeo. Una vera e propria tabella di marcia che prevede una serie di azioni verso un'economia circolare e pulita. Queste azioni, grazie alla determinazione della Commissione, si materializzano in atti legislativi che i 27 Stati membri si impegnano a rispettare.

1.2 – Il ruolo dei rating ESG

Le competenze del rating ESG, espresso su una scala di lettere o numeri, possono essere diverse. Una di queste, è quella di monitorare e dare una valutazione adeguata alle strategie messe in atto per allineare il proprio business alle recenti normative sulla sostenibilità. Un'altra, è quantificare come l'azienda gestisce rispetto ai competitors l'esposizione al rischio e alle opportunità chiave. Nello specifico, per *rischio* si intende la probabile esposizione e vulnerabilità dell'impresa a costi che possono incombere a causa dell'inadeguata gestione del problema (ad esempio, la tassazione sulle emissioni di CO₂, sicurezza sul posto di lavoro, rischio fisico), mentre per *opportunità* si intende la capacità di capitalizzare e quindi trarre profitto dalle strategie sostenibili adottate (per esempio efficienza delle risorse, diversificazione del mercato, impatto sul brand). Pertanto, da un lato le aziende hanno un'evidenza dei loro sforzi, dall'altro gli investitori tengono conto di queste metriche per le valutazioni dei rischi e rendimenti dei portafogli d'investimento⁵. Quindi, bisogna mettere in luce la responsabilità sociale delle agenzie di rating ESG perché, oltre ad influenzare il comportamento degli attori del mercato finanziario, hanno il ruolo di istituzionalizzare il percorso di sostenibilità delle imprese⁶.

Inizialmente, conoscere il profilo di sostenibilità della propria attività attraverso i rating ESG era una pratica volontaria. Adesso invece, gli enti pubblici e le aziende quotate con almeno 500 dipendenti, e un bilancio con un attivo superiore a 20 milioni oppure ricavi netti superiori a 40 milioni sono obbligate a presentare la dichiarazione non finanziaria, ai sensi della direttiva 2014/95/UE (meglio conosciuta come *Non Financial Reporting Directive, NFRD*). Allo stesso modo, per le PMI l'obbligo di redigere l'informativa non finanziaria entrerà in

⁵ Avetisyan, E.; Hockerts, K. (2017) "The consolidation of the ESG rating industry as an enactment of institutional retrogression." *Business Strategy Environment*.

⁶ Elbasha, T.; Avetisyan, E. (2018) "A framework to study strategizing activities at the field level: The example of CSR rating agencies." *European management journal*.

vigore a partire dal 2027 con riferimento all'anno 2026 ai sensi dei recenti sviluppi legislativi della *CSRD*. A tal proposito, lato impresa diventa importante capire in anticipo la direzione da intraprendere per ottenere una valutazione positiva.

1.2.1 - Evoluzione delle agenzie di ratings ESG

Per conoscere le performance di sostenibilità delle aziende è indispensabile il know-how delle agenzie di ratings. L'input per elaborare una valutazione di questo tipo sono o le informazioni di dominio pubblico dell'impresa, oppure i report forniti dalla società attraverso questionari. Proprio in risposta alla crescente domanda dei rating ESG le agenzie hanno consolidato la loro posizione sul mercato acquisendo le competenze necessarie per svolgere questo tipo di analisi. Per gestire le valutazioni in modo multidisciplinare le acquisizioni e fusioni hanno coinvolto player(s) in diversi settori come: aziende specializzate nella corporate governance, risk management, data management e big data provider. Oltre alle trasformazioni di carattere strategico e aziendale, anche i criteri di valutazione sono cambiati nel tempo. *"Evaluating how ESG Rating Agencies integrate sustainability principles"*⁹, pubblicato sulla rivista *Sustainability*, tiene conto di questa evoluzione. L'analisi è stata portata avanti prendendo come riferimento due date importanti, 2008 e 2018. Il 2008, anno che ha avuto come protagonista la crisi della Lehman Brothers, evento che ha determinato un cambiamento di prospettiva nelle valutazioni tradizionali di corporate finance e analisi del rischio. A partire da quel momento, si è iniziato a prestare maggiore attenzione ai fattori di sostenibilità. Mentre il 2018, anno di consacrazione per la SRI (*Socially Responsible Investment*) segnando una crescita esponenziale della domanda di questo tipo di servizio. In queste due date, per ognuna delle dimensioni, si evidenziano dei cambiamenti nei criteri di misurazione.

Difatti, prendendo in considerazione la dimensione *Environment* (figura 1.3), nel 2008 le valutazioni delle performance ambientali si basavano per lo più su indicatori che tenevano conto di come l'azienda gestiva la policy ambientale, mentre nel 2018 sono stati integrati nuovi criteri che valutano lo sforzo 'pratico' delle imprese per ridurre l'impatto ambientale.

⁹ Elena Escrig-Olmedo, María Ángeles Fernández-Izquierdo, Idoia Ferrero-Ferrero, Juana María Rivera-Lirio and María Jesús Muñoz-Torres (2019). "Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles", *Sustainability*.

Risultano quindi di particolare interesse informazioni riguardo le strategie aziendali per diminuire le emissioni, gli scarti ed il consumo energetico, così come la gestione delle risorse naturali e la protezione della biodiversità.

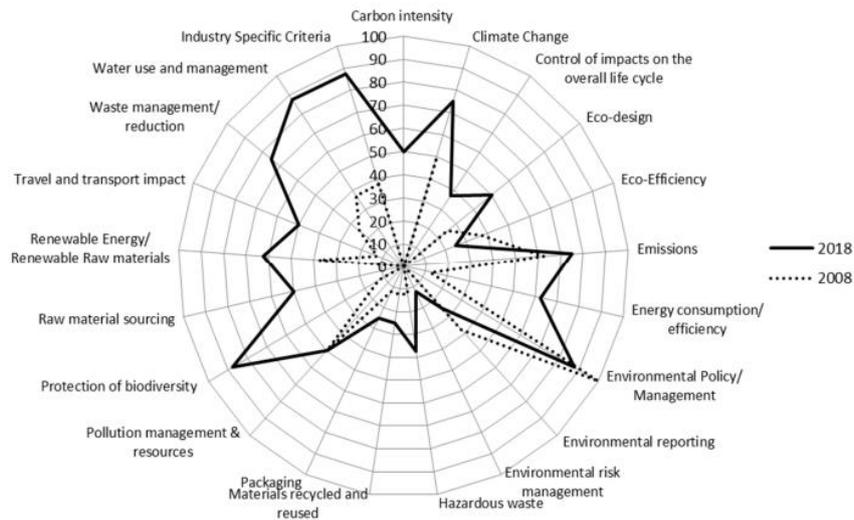


Figura 1.3, (Fonte: Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating, 2019)

Riguardo invece il pilastro *Social* (figura 4), il grande cambiamento mosso dalla designazione dei *SDGs* induce ad un maggiore interesse per indicatori che considerano aspetti legati al miglioramento della salute e sicurezza dei dipendenti, rispetto dei diritti umani, così come criteri che considerano anche la qualità dell'intera supply chain. Diventa così evidente la nuova impronta della sostenibilità che guarda alla natura complessa ed integrata dell'impresa che coinvolge tutti gli stakeholders e non più la singola unità produttiva.

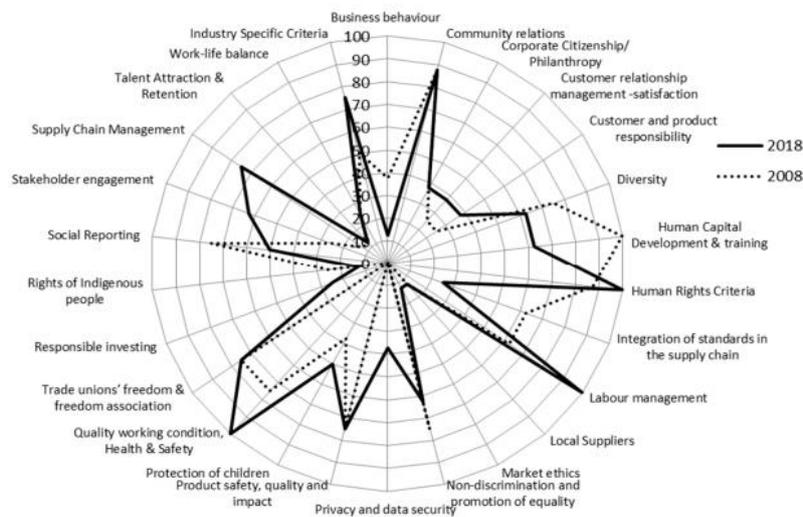


Figura 1.4, (Fonte: Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating, 2019)

Infine, per la corporate *Governance* emerge che le uniche voci rilevanti nel 2008 per l'assegnazione dello score erano, le politiche di remunerazione e le funzioni del board, mentre, nel 2018 alla luce dello spider diagram (*figura 1.5*) gli indicatori che diventano rilevanti nell'assegnazione del rating ESG sono trasparenza, prevenzione della corruzione e struttura del comitato, tutte misure che cercano di arginare il problema dell'asimmetria informativa ed orientare la gestione d'impresa nella giusta direzione.

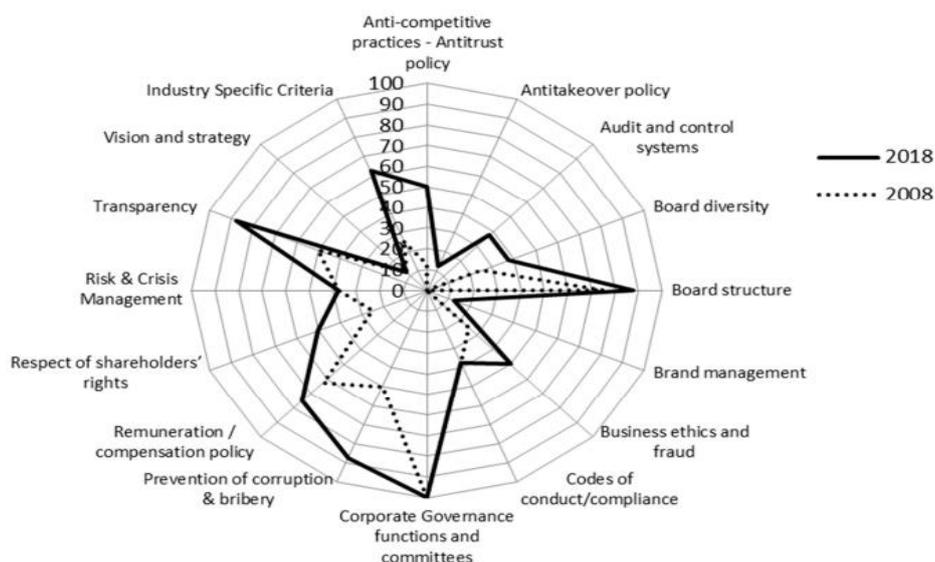


Figura 1.5, (Fonte: Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating, 2019)

1.2.2 – Best-Practices

Dalla letteratura una possibile standardizzazione dei risultati delle diverse agenzie di ratings potrebbe essere ottenuta seguendo alcuni principi, che promuovono oggettività, trasparenza e qualità, rinominati da *Michael S. Pagano Graham Sinclair e Tina Yang*⁸ come best-practices.

Di seguito, si affrontano brevemente queste pratiche:

- *Metodologia basata su regole.*

Tutti i modelli che calcolano il rating ESG seguono sempre delle specifiche regole metodologiche. Un'evidenza comune, ad esempio, è porre una maggiore enfasi sulle

⁸ Michael S. Pagano, Graham Sinclair and Tina Yang (2018). "Understanding ESG ratings and ESG indexes", Research handbook of finance and sustainability

metriche quantificabili rispetto alle informazioni di carattere qualitativo secondo uno specifico paradigma.

➤ *Contesto specifico.*

Gli indici devono essere specifici rispetto al contesto in cui opera l'azienda valutata. Infatti, una banca ed una società mineraria non possono essere valutate allo stesso modo per quanto riguarda le emissioni di CO₂; oppure il rischio idrico di due aziende in un diverso contesto nazionale avrà un'importanza diversa. Per cui, nel fare le valutazioni si integrano informazioni, come fattori specifici del paese e settore dell'azienda, dando un peso in base l'impatto sulla performance ESG.

➤ *Trasparenza.*

Rendere pubbliche informazioni in merito alla metodologia del rating, la struttura dell'indice e le fonti, aumenta la fiducia del mercato nei confronti delle agenzie di rating, in quanto, conoscere informazioni di questo tipo rende più affidabile l'utilizzo dei ratings ESG.

➤ *Credibilità dei dati.*

Per evitare conseguenze negative si utilizzano dati che sono direttamente forniti dalle autorità di regolamentazione oppure che in un certo modo siano verificabili. Così, per andare incontro agli standard di pubblicazione necessari e per ridurre i costi di reperibilità dell'informazione, le agenzie di rating utilizzano informazioni di dominio pubblico.

➤ *Revisione continua.*

Il dinamismo, insito nella natura dell'ESG, necessita un monitoraggio continuo degli score per garantire un servizio accurato, rilevante, ed offrire un servizio che si presta ad essere un valore aggiunto per i clienti.

➤ *Conoscere le metodologie screening negative e best-in-class.*

Screening negative e best-in-class sono due metodi diametralmente opposti ma i più usati dagli investitori per valutare i portafogli di investimento. Il primo, come già visto in breve nel precedente capitolo, si sviluppa su una logica esclusiva che riduce lo spazio di investimento possibile e di conseguenza ha lo svantaggio di limitare la diversificazione. Il secondo approccio, best-in-class, tiene conto dell'intero universo investibile applicando un peso maggiore a quei settori o imprese che hanno le migliori

performance ESG. Quest'ultimo trova molte applicazioni perché, da un lato offre un insieme più ampio di possibilità d'investimento, dall'altro le aziende sono motivate ad ottimizzare continuamente i loro processi ed iniziative di sostenibilità.

1.2.3 – Focus sui limiti dei ratings

La grande complessità di questo tema, che fino a qui è stata affrontata solo da un punto di vista burocratico ed evolutivo, nasconde ancora dei limiti pratici da superare. Nonostante il precedente tentativo dalla letteratura nel perseguire la standardizzazione metodologica tra le diverse agenzie di rating, persistono significative differenze.

Tra tutte, la principale causa di divergenza emerge dalla poca trasparenza riguardo il calcolo delle performance⁹. Non conoscere la metodologia rende difficile interpretare la natura dei risultati, in virtù dei diversi attributi tenuti in considerazione per lo stesso ambito¹⁰(*Scope*). In aggiunta, *Chatterji et al.*¹¹ dimostrano che, anche utilizzando i medesimi attributi, uno dei rischi potrebbe essere quello di ottenere ad ogni modo risultati diversi (*Measurement*). Ad indicare questa inconsistenza delle pratiche *CSR* è la bassa *commensurabilità* riscontrata tra sei delle principali agenzie¹². Alle incertezze relative agli attributi e alle tecniche di misurazione utilizzate per il calcolo delle performance ESG, si aggiunge il fenomeno della compensazione¹³. In questo caso, vi è il rischio che le agenzie possano mascherare il risultato negativo di una metrica, attribuendo un peso minore rispetto ad un'altra che invece risulta essere positiva (*Weight*). Questi disaccordi nella metodologia hanno delle conseguenze importanti sia per le imprese che per gli investitori. Per le prime, essendo le valutazioni poco affidabili e contrastanti tra loro, potrebbero decidere di sotto investire nel miglioramento delle performance ESG. Per gli investitori, invece, diventa difficile fare delle considerazioni sui benefici economici che le imprese sostenibili possono apportare.

⁹ Escrig-Olmedo, E.; Muñoz-Torres, M.J.; Fernández-Izquierdo (2010). "Socially responsible investing: Sustainability indices, ESG rating and information provider agencies." *International journal of sustainable economy* pag. 442–461.

¹⁰ Per chiarire, quando si parla di attributi si ci riferisce ad esempio al fatto che, un'agenzia possa tenere in considerazione l'attività di lobbying per la dimensione governance, mentre un'altra agenzia no.

¹¹ Chatterji, A.K.; Durand, R.; Levine, D.I.; Touboul, S. (2016). "Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers." *Strategical Management*

¹² Le sei agenzie a cui si fa riferimento sono: KLD, Asset4, Innovest, DJSI, FTSE4Good and Calvert

¹³ Escrig-Olmedo, E.; Muñoz-Torres, M.J.; Fernández-Izquierdo, M.Á.; Rivera-Lirio, J.M. (2014). "Lights and shadows on sustainability rating scoring." *Review of Managerial Science*

Per avere un certo ordine di grandezza su come questi limiti incidono nelle divergenze tra un'agenzia di ratings e un'altra, risulta importante il contributo di *F. Berg et al.*¹⁴ Gli autori individuano un range di correlazione che va da 0,38 a 0,71, per i rating ESG di sei agenzie. Per intercettare la dipendenza lineare tra due valori è stato utilizzato il coefficiente di correlazione di Pearson¹⁵ (*figura 1.6*). Dai risultati medi (ultima colonna) emerge come, per la dimensione *Environment* utilizzando più indicatori quantitativi le valutazioni convergono, mentre la dimensione più critica in questo senso è la *governance*, con una correlazione media 0,3.

	KL SA	KL MO	KL SP	KL RE	KL MS	SA MO	SA SP	SA RE	SA MS	MO SP	MO RE	MO MS	SP RE	SP MS	RE MS	Average
ESG	0.53	0.49	0.44	0.42	0.53	0.71	0.67	0.67	0.46	0.7	0.69	0.42	0.62	0.38	0.38	0.54
E	0.59	0.55	0.54	0.54	0.37	0.68	0.66	0.64	0.37	0.73	0.66	0.35	0.7	0.29	0.23	0.53
S	0.31	0.33	0.21	0.22	0.41	0.58	0.55	0.55	0.27	0.68	0.66	0.28	0.65	0.26	0.27	0.42
G	0.02	0.01	-0.01	-0.05	0.16	0.54	0.51	0.49	0.16	0.76	0.76	0.14	0.79	0.11	0.07	0.30

Figura 1.6, (Fonte: *Aggregate confusion: the divergence of ESG ratings*). Le abbreviazioni in colonna SA, SP, MO, RE, KL, e MS sono rispettivamente le agenzie Sustainalytics, S&P Global, Moody's ESG, Refinitiv, KLD, and MSCI.

Le divergenze del rating ESG sono state attribuite ai tre limiti metodologici: *Scope* (diversi set di attributi), *Measurement* (diversi indicatori), *Weight* (diversa importanza degli indicatori). La scomposizione del problema permette loro di concludere che in media, le divergenze di misura contribuiscono per il 56% nella differenza dei rating tra agenzie diverse, mentre scope e weight hanno un impatto del 38% e 6%, rispettivamente.

Infine, *Pagano*¹⁶ riflettendo sulla natura delle informazioni che le agenzie processano ne critica:

➤ *Approccio Backward.*

¹⁴ Florian Berg, Julian F. Ko" lbel, e Roberto Rigobon (2022), "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings". *Review of Finance*

¹⁵ È una misura statistica che valuta la correlazione lineare tra due variabili. Un valore del coefficiente vicino a +1 indica una forte correlazione positiva tra le variabili, mentre un valore vicino a -1 indica una forte correlazione negativa. Lo 0 indica un'assenza correlazione tra le variabili. È importante sottolineare che l'indice di dispersione di Pearson valuta solo la correlazione lineare tra le variabili, e non tiene conto di possibili relazioni non lineari o di altre forme di associazione. La formula è $\rho = \frac{cov(A,B)}{\sigma_A \cdot \sigma_B}$

¹⁶ Michael S. Pagano, Graham Sinclair and Tina Yang (2018). "Understanding ESG ratings and ESG indexes", *Research handbook of finance and sustainability*

Perché le fonti dei rating ESG per lo più sono informazioni pubbliche sullo stato corrente dell'azienda e quindi non sono predittive delle prestazioni e dei rischi ESG futuri. Inoltre, un'analisi che si basa prevalentemente su informazioni pubbliche potrebbe ignorare molte informazioni che invece potrebbero emergere mediante un'osservazione personale.

➤ *Bias dimensione aziendale.*

Essendo l'informazione pubblica il principale input per il calcolo dei rating ESG, diventa importante la divulgazione dell'informativa aziendale. Poiché si richiede uno sforzo non indifferente, allora, in linea di principio solo le aziende più grandi hanno a disposizione le risorse necessarie per soddisfare il requisito informativo.

Perciò, è importante tenere conto di tutti questi limiti quando si utilizzano i rating ESG come strumento decisionale e strategico, cercando di integrarli con altre fonti di informazione e valutazione per ottenere una visione più completa e accurata delle performance aziendali in termini di sostenibilità e responsabilità sociale.

1.3 – La minaccia del Greenwashing

L'impiego dei ratings ESG è destinato solo ad imprese o investitori capaci di comprenderne il significato, mentre il settore dei clienti basa la propria propensione all'acquisto sulla base dei messaggi promozionali. L'incremento dell'inquietudine dell'opinione pubblica nel sentirsi responsabili della sostenibilità ha suscitato l'interesse dell'industria del marketing nell'impiegare strategie per promuovere i propri prodotti come *green*. Questo consente alle imprese di catturare un segmento di mercato in espansione. Tuttavia, le propagande per attrarre i clienti non sempre sono in linea con le reali pratiche aziendali. Pertanto, al crescere dei mercati green che rispettano le norme ambientali e sociali si diffonde, al contempo, il fenomeno del *greenwashing*. Questo termine è stato coniato per la prima volta nel 1986 dall'ecologista Jay Westerveld, trovando maggiore impiego nell'attuale contesto sociale. Per *greenwashing*, nel dettaglio, si intendono tutte le strategie di comunicazione volte ad esaltare la natura sostenibile della propria attività mascherandone invece gli impatti negativi sull'ambiente. Lo scetticismo dei consumatori nel comprendere la natura dei prodotti

svantaggia e deprime gli effetti delle imprese che hanno effettivamente investito per ridurre la propria impronta ambientale. In aggiunta, l'uso esasperato e inappropriato degli aggettivi "green" può saturare il mercato al punto da renderli privi di significato per i clienti¹⁷. Si individuano due classificazioni nella manifestazione del fenomeno in esame: *claim greenwashing* e *executional greenwashing*. La prima, si riferisce a strumenti testuali che esplicitamente o implicitamente esprimono i benefit del prodotto/servizio creando affermazioni fuorvianti, false o incomplete. Al contrario, con l'*exceptional greenwashing* non si fa ricorso a strategie lessicali, ma si cerca di trasmettere una certa sensibilità per la natura mediante l'utilizzo di colori, suoni, animali e paesaggi nei messaggi pubblicitari¹⁸.

Per limitare i danni di questo fenomeno sono importanti le restrizioni regolamentari da parte delle autorità. In ogni caso, queste misure vengono adottate principalmente nei Paesi più sviluppati e con una maggiore consapevolezza ambientale come ad esempio l'Europa, con la sua *Tassonomia Verde* che classifica e certifica le attività economiche che possono essere definite sostenibili. La proliferazione della disinformazione circa l'impatto ambientale dei prodotti è diventata una preoccupazione comune, tanto che sono diverse anche le iniziative online al fine di fare chiarezza a tal riguardo. Tra queste, il Greenwashing Index un sito web che permette di pubblicare una valutazione di un prodotto o azienda, promuovendo quindi la condivisione delle informazioni.

1.4 – La risposta dell'Italia alla sostenibilità

Per quanto riguarda l'analisi in ambito di sostenibilità nel territorio italiano si fa riferimento al rapporto "*Italia Sostenibile*" del gruppo Cerved¹⁹ dell'ottobre del 2022. L'information provider, appena citato, utilizza centinaia di variabili combinate con modelli analitici per misurare informazioni proprietarie e pubbliche ed offrire un indice di sostenibilità generale (*figura 1.7*), sintetizzando la solidità economica, sociale e ambientale dei singoli territori.

¹⁷ Nancy E. Furlow (2010), "Greenwashing in the New Millennium". *Journal of Applied Business and Economics*

¹⁸ Sebastião Vieira de Freitas Netto, Marcos Felipe Falcão Sobral, Ana Regina Bezerra Ribeiro e Gleibson Robert da Luz Soares (2020), "Concepts and forms of greenwashing: a systematic review". *Environmental Sciences Europe*

¹⁹ Cerved, nata nel 1974, supporta imprese, banche, istituzioni e persone a proteggersi dal rischio e a crescere in maniera sostenibile. Grazie a un patrimonio unico di dati e analytics, Cerved mette a disposizione dei clienti servizi, consulenza e piattaforme digitali per gestire i rischi e supportare una crescita data-driven.



Figura 1.7, (Fonte: Cerved "Rapporto Italia sostenibile 2022")

Stando ai risultati, per indice di sostenibilità generale, l'Italia si posiziona quindicesima rispetto alle 29 nazioni europee analizzate. La posizione dell'Italia risulta essere compromessa dalle performance economiche e sociali, mentre, per quanto riguarda la sostenibilità ambientale emergono risultati positivi. Le difficoltà economiche sono state attribuite ad una scarsa capacità innovativa, fondamentale per la transazione green, motivata da un basso tasso d'investimento. Infatti, nonostante la ripresa dell'economia post-pandemia, gli investimenti percentuali rispetto al PIL sono rimasti sotto la media europea come mostrato dal "Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica" (DIPE) nella figura 1.8.



Figura 1.8, (Fonte: Elaborazione DIPE su dati del FMI)

Il basso livello di investimenti è anche una conseguenza della stagnazione nel settore produttivo del Paese negli ultimi dieci anni. Inevitabilmente, queste criticità in ambito economico hanno ripercussioni sul tessuto sociale italiano, come dimostrato dall'alto tasso

di disoccupazione giovanile (29%) e la fragilità delle famiglie. A questi si aggiunge una pessima gestione della sicurezza e giustizia. Sebbene non manchino le difficoltà economiche e sociali, l'Italia si distingue per ottimi livelli di sostenibilità ambientale. In particolare, pur con un territorio fragile dal punto di vista sismico e idrogeologico, sono evidenti i progressi fatti in materia di emissione di gas serra. Di fatti, si registra un calo delle emissioni industriali del 25,4% dal 2011 al 2020. Inoltre, per quanto riguarda i consumi e la riconversione energetica l'Italia è in linea con l'Europa, con un quinto dell'energia rinnovabile che viene da fonti rinnovabili. Tuttavia, un'analisi interna dimostra come le province affrontano in maniera diversa il tema della sostenibilità (*figura 1.9*). In generale si individua un divario in termini di performance tra le regioni settentrionali e quelle meridionali.

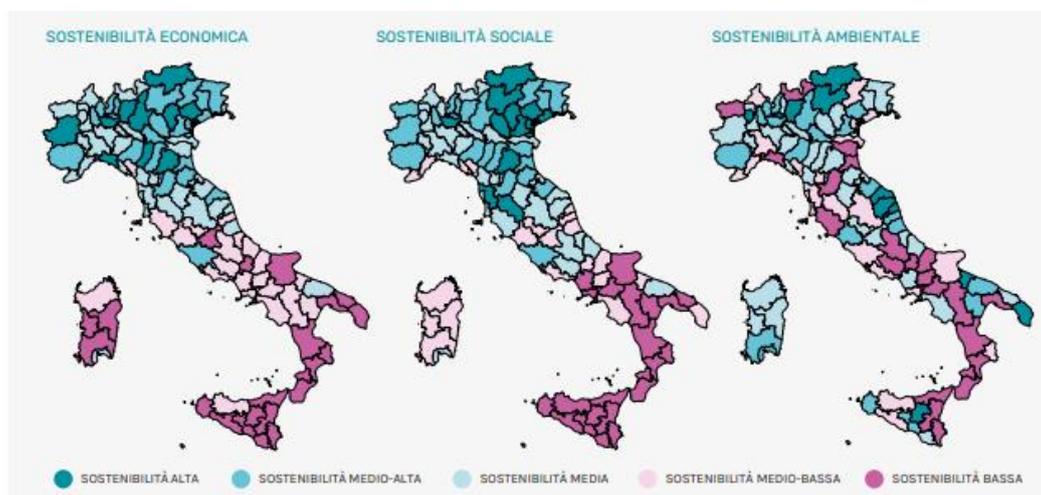


Figura 1.9, (Fonte: Cerved "Rapporto Italia Sostenibile 2022")

Dopo aver classificato l'Italia rispetto al contesto europeo, adesso, si pone l'attenzione al coinvolgimento del settore imprenditoriale nel dettaglio. Sebbene, l'utilizzo crescente dei rating ESG rappresenta una risposta delle imprese italiane al tema della sostenibilità, diversi sono gli approcci. Infatti, una ricerca qualitativa basata su interviste semi-strutturate nel 2018 di Ester Clementino e Richard Perkins²⁰ che ha coinvolto un campione di 18 imprese sul territorio italiano, ha catturato una certa eterogeneità ricorrente nelle risposte. Questa eterogeneità può essere sintetizzata in quattro categorie di risposta, che sono: conformità attiva, conformità passiva, resistenza attiva, resistenza passiva.

²⁰ Ester Clementino, Richard Perkins (2021). How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*

Il concetto di conformità è osservabile se, rispondendo ai ratings ESG (o in generale sottoponendosi ad una valutazione) si avrà un certo impatto sugli aspetti organizzativi dell'impresa adattandosi alle dinamiche di misurazione. Questa reazione è una conseguenza di due meccanismi sottostanti²¹. Il primo è il concetto di “*profezia che si autoadempie*”, ossia un processo mediante il quale la reazione alla misura sociale conferma le aspettative o previsioni incorporate nella stessa misura. L'altro meccanismo è la “*commensurabilità*”, laddove le imprese sono messe a confronto utilizzando la stessa metrica sforzandosi di trasformare le informazioni in numeri omologamente. In questo contesto le imprese, nonostante siano scettiche sui reali benefici della valutazione, si prestano ad essere sottoposte ai rating ESG. La conseguenza è un certo isomorfismo nel tempo delle pratiche e delle norme aziendali. Tuttavia, una delle ragioni per cui adeguarsi alle policy ESG è quella di riuscire ad estrarre un vantaggio competitivo rispetto i competitors. Ciò è realizzabile con una politica aziendale propositiva sfruttando le pratiche CSR in risposta alle pressioni istituzionali (*conformità attiva*). Altre imprese tengono in considerazione la questione dei rating ESG perché considerata esclusivamente un istituzionalismo al quale aderire per evitare complicanze e vedere diminuire l'interesse degli investitori (*conformità passiva*).

Le altre categorie di risposta, in generale, riassumono un atteggiamento di resistenza delle aziende nei confronti dei ranking ESG. Dietro questa presa di posizione le ragioni sono diverse, dalle conseguenze negative che possono scaturire da una valutazione sfavorevole²² all'inefficienza in termini di costo dello sforzo necessario per il miglioramento del ranking²³. Ad ogni modo, anche in questo caso le imprese ‘resistono’ in maniera diversa. Infatti, la resistenza consiste, o in un'indifferenza dei rating tanto da non tenerne conto nella propria strategia (*resistenza passiva*), oppure, sostenere una campagna di scetticismo nei confronti delle metodologie utilizzate per il calcolo degli score ESG tanto da influenzare le stesse agenzie di ratings (*resistenza attiva*).

²¹ Espeland, W. N., & Sauder, M. (2007). Rankings and reactivity: How public measures recreate social worlds. *American Journal of Sociology*, 113(1), 1–40.

²² Sauder, M., & Espeland, W. N. (2009). The discipline of rankings: Tight coupling and organizational change. *American Sociological Review*, 74(1), 63–82.

²³ Tamimi, N., & Sebastianelli, R. (2017). Transparency among S&P 500 companies: An analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*, 55(8), 1160–1680.

La distribuzione del campione analizzato, rispetto le quattro categorie di risposta appena esposte, è quasi uniforme. La conformità attiva è la risposta più comune, con quasi la metà del campione (8 su 18 imprese) che ha scelto di identificarsi in questa pratica. Mentre, le altre tre categorie sono popolate da un eguale numero di risposte (3,4 imprese per categoria).

L'eterogeneità comportamentale delle imprese nei confronti dei rating ESG trova risposta in diversi fattori. Ad esempio, la pressione che il manager subisce da parte degli stakeholders più (o meno) interessati ai rating ESG e di conseguenza l'impresa è più incline alla conformità piuttosto che alla resistenza (o viceversa)²⁴. La stessa logica vale se l'impresa opera in un settore che ha un forte impatto ambientale o sociale. Altro fattore è la personalità del manager, la sua opinione in merito al peso del tema della sostenibilità nella gestione d'impresa è determinante²⁵. Infine, è anche da tenere in considerazione quante risorse, sia finanziarie che capitale umano, sono a disposizione dell'impresa²⁶. Queste considerazioni mettono in luce che la principale ragione di un comportamento di resistenza, o conformità, in gran parte dipende da ragioni commerciali insite nella strategia d'impresa piuttosto che da considerazioni prettamente etiche.

²⁴ Hahn, R., & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of Cleaner Production*, 59(15), 5–21.

²⁵ Ullmann, A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540–557.

²⁶ Slager, R., Gond, J.-P., & Moon, J. (2012). Standardization as institutional work: The regulatory power of a responsible investment standard. *Organization Studies*, 33(5–6), 763–790

Capitolo 2

2.1 - Gli impatti dei ratings ESG sull'impresa, evidenze statistiche

Tenendo a mente tutti i limiti e le difficoltà insite nel calcolo delle performance sostenibili, ci si chiede, perché continuare ad utilizzare metriche che misurano gli sforzi delle imprese in ambito ESG? E perché le imprese cercano di migliorare la propria posizione in questi ranking? I punti a favore per lo sviluppo del mercato sostenibile, al di là delle pressioni legislative, sono diversi. Le risposte alle precedenti domande sono state intercettate di seguito, alla luce delle numerose correlazioni positive che esistono tra performance ESG e benefits per l'impresa. Un esempio è il lavoro di *G. Friede et al.*²⁷, attraverso l'analisi di un campione di 2000 studi empirici riguardo le relazioni esistenti tra i criteri ESG e *corporate financial performance* (CFP). Il risultato di questa analisi rivela che quasi la totalità degli articoli evidenziano una correlazione positiva tra ESG-CFP (a confermarlo anche, Lu and Taylor²⁸, 2016). Ad ogni modo bisogna tenere in considerazione che i vantaggi, di seguito analizzati, hanno un impatto diverso che dipende, dal settore e dimensione dell'impresa, il contesto geo-politico specifico e la prospettiva temporale (Danny Z. X. Huang²⁹, 2021).

2.1.1 - Top line growth e fiducia del consumatore

In generale, le imprese che adottano strategie sostenibili possono beneficiare di una *top-line growth*, ovvero sia, un aumento delle vendite o dei ricavi lordi. L'interesse dei consumatori nell'acquistare prodotti derivanti da una produzione sostenibile sta guidando questa crescita in termini di volumi, mentre la disponibilità a spendere di più, con i millennials³⁰ disposti a pagare un sovrapprezzo del 66% per un prodotto eco-friendly³¹, fa

²⁷ Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen (2015) ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5:4, 210-233,

²⁸ Lu and Taylor (2016), "Which Factors Moderate the Relationship between Sustainability Performance and Financial Performance? A Meta-Analysis Study". *Journal of international Accounting Research*, vol. 15 (pp. 1-15)

²⁹ Danny Z. X. Huang (2021), "Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: a review and consolidation", *Accounting & Finance*, vol. 61 (pp. 335-360)

³⁰ Si intende la generazione dei nati tra gli inizi degli anni 80 e i primi anni del 2000.

³¹ Fonte: Nielsen.

aumentare i ricavi. Detto ciò, sono molti gli articoli³² che riconoscono nell'adozione di politiche CSR una strategia di differenziazione delle imprese per guadagnarsi la fiducia dei consumatori. *Swarnodeep Homroy (2022)*³³, in linea con quanto detto fin qui, asserisce che per un'impresa più è basso il livello di GHG³⁴ più aumenta il volume delle vendite. Come riportato anche da Russo and Fouts (1997)³⁵ *"it pays to be green"*. Quindi, costruire una reputazione aziendale basata sui canoni di responsabilità sociale comporterebbe dei vantaggi economici, come la possibilità di essere price-maker e assicurarsi un mercato più ampio (Albuquerque, Koskinen, e Zhang³⁶, 2018). In realtà, le reazioni dei consumatori alla CSR dipendono da una serie di fattori più complessi, tra cui la sincerità delle iniziative, la congruenza con l'attività principale dell'impresa e le aspettative dei consumatori come spiegano *Sankar Sen e C.B. Bhattacharya*³⁷ (2001). Ad ogni modo, sicuramente saranno punite le irregolarità sociali. Ad esempio, il commento di Guido Barilla (2013)³⁸, presidente del noto brand alimentare, riguardante l'esclusione volontaria delle famiglie omosessuali nelle sue pubblicità, ha dovuto affrontare le dure conseguenze delle iniziative intraprese dai consumatori. I clienti risultano essere allora, tra i principali stakeholders, capaci di promuovere o boicottare le imprese e i loro prodotti e servizi³⁷.

³² Dupire, M.; M'Zali, B. (2016) CSR Strategies in Response to Competitive Pressures. *J. Bus. Ethics*, 148, 603–623

Becchetti, L., Giallonardo, L. and Tessitore, E. (2005) The game of social responsibility: a product differentiation approach. Mimeo, University Tor Vergata Roma

Graff Zivin, J. and Small, A. (2005) A Modigliani-Miller theory of altruistic corporate social responsibility. *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*. Available at: <http://works.bepress.com/jgraffzivin/1> accessed on December 28, 2013

³³ Swarnodeep Homroy (2022), "GHG emissions and firm performance: The role of CEO gender socialization". *Journal of Banking and Finance*

³⁴ L'impronta carbonica, o carbon footprint (anche chiamata inventario GHG, ossia dei GreenHouse Gas), è una misura che esprime in CO2 equivalente il totale delle emissioni di gas ad effetto serra associate direttamente o indirettamente ad un prodotto, un'organizzazione o un servizio.

³⁵ Russo and Fouts (1997), "A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability". *Academy of Management Journal*, vol. 40 (pp.534-559)

³⁶ Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2018). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451–4469

³⁷ Sen, S.; Bhattacharya, C.B. (2001) Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility. *J. Mark. Res.*, 38, 225–243

³⁸ Pace, S.; Balboni, B.; Gistri, G. (2017) The effects of social media on brand attitude and WOM during a brand crisis: Evidences from the Barilla case. *Journal Marketing Communication*, 23, 135–148.

2.1.2 - Riduzione dei costi operativi

Le imprese che intendono avere un elevato punteggio di sostenibilità ESG accolgono con interesse la sfida di innovare e ristrutturare i loro processi. L'obiettivo principale consiste nell'ottimizzare l'utilizzo delle risorse in ingresso, con l'effetto di contenere i costi associati a questa componente. Una ricerca condotta McKinsey ha riscontrato come queste attività di efficientamento possono influenzare fino al 60% del profitto. A confermarlo anche la correlazione negativa tra l'impatto ambientale dell'impresa e il ROA³⁹ (Swarnodeep Homroy³³, 2022; Guenster, Derwall, Bauer, and Koedijk⁴⁰, 2011). L'aumento di questo indice palesa una maggiore efficienza produttiva a parità di asset. Inoltre, Swarnodeep Homroy ha identificato altre due correlazioni negative che coinvolgono l'impatto ambientale e le variabili che indicano le spese operative e le spese per l'energia dell'impresa. Porter and van der Linde (1995)⁴¹ tra i primi a vedere nell'innovazione, non solo un costo, ma la possibilità di migliorare l'efficienza produttiva e di conseguenza costruirsi un vantaggio competitivo nel lungo termine. Sebbene ingenti investimenti per innovare sembrino distruggere la ricchezza nel breve termine, scegliere di aspettare risulta essere più costoso. Ad esempio, oggi utilizzare macchine energivore ti mette nella condizione di perdere competitività per via delle stringenti regolamentazioni, che impongono un sistema di tassazione specifico ed un conseguente aumento dei costi.

2.1.3 – Valore dell'impresa e accesso al credito

Le imprese che introducono le pratiche della CSR nella strategia d'impresa sono spesso guidate dall'idea che attività di monitoring ESG possono accrescerne il valore. Alcuni studiosi, infatti, sostengono che le imprese possono “fare bene facendo del bene” (Porter and Kramer⁴², 2011). La precedente frase del politico Benjamin Franklin riassume la capacità di creare valore per gli shareholders dell'impresa, mettendo in atto una buona

³⁹ ROA return on assets è un indice di bilancio che indica la redditività complessiva in relazione alle risorse utilizzate di un'attività = $\frac{\text{Risultato Operativo}}{\text{Totale Attivo}}$

⁴⁰ Guenster, Derwall, Bauer, and Koedijk (2011). “The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency”. European Financial Management

⁴¹ Porter e van der Linde (1995), “Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship”. Journal of economic perspectives vol. 9 (pp. 97-118)

⁴² Porter e Kramer, (2011). “Creating shared value”, Harvard business review

politica sul piano ambientale, sociale e di governance. I principali sviluppi empirici che danno consistenza a questa linea di pensiero sono:

- La teoria degli stakeholders (Freeman³, 1984). Infatti, andando incontro e massimizzando la domanda e gli interessi dei vari stakeholders come, clienti, fornitori, dipendenti e associazioni locali, i managers ridurranno le incertezze sui flussi di cassa futuri (Sassen *et al.*⁴³, 2016). Quindi, le iniziative ESG mirano a soddisfare le esigenze degli stakeholders, ottenendo a proprio vantaggio, la riduzione di controversie giudiziarie, ritiro dei prodotti, proteste da parte dei sindacati dei consumatori o lavoratori, ed altre agevolazioni reputazionali.
- Riduzione delle asimmetrie informative (Pastor e Veronesi⁴⁴, 2003-2009). Le imprese impegnate nelle politiche ESG garantiscono, una maggiore trasparenza e qualità dei dati finanziari. Il mercato in possesso di maggiori informazioni, e di qualità, risponde registrando una minore volatilità del prezzo delle azioni (Cho, Lee, e Pfeiffer Jr⁴⁵, 2013).

Le oscillazioni di mercato circa il valore di un'impresa sono catturate dal rischio finanziario. Il rischio finanziario è da interpretare come, la potenziale perdita di valore dell'impresa a causa dell'incertezza sui risultati futuri (Chang, Kim, & Li⁴⁶, 2014; Orlitzky & Benjamin⁴⁷, 2001). Nella letteratura finanziaria, il market risk (rischio totale) è misurato con la volatilità dei ritorni di mercato e può essere diviso in rischio sistematico (volatilità complessiva del mercato) e rischio idiosincratice (volatilità dovuta ad eventi specifici dell'impresa). In generale, sono molti gli autori che hanno discusso in merito ad una relazione negativa tra le CSP⁴⁸ dell'impresa e il rischio di mercato complessivo (Chang *et al.*⁴⁴, 2014; Sassen *et al.*⁴³,

⁴³ Sassen, R., Hinze, A., & Hardeck, I. (2016). "Impact of ESG factors on firm risk in Europe." *Journal of Business Economics*, 86, 867–904.

⁴⁴ Pastor, L., & Veronesi, P. (2003). Stock valuation and learning about profitability. *Journal of Finance*, 58, 1749–1789.

Pastor, L., & Veronesi, P. (2009). Learning in financial markets. *Annual Review of Financial Economics*, 1, 361–381.

⁴⁵ Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer, R. J., Jr. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 71–83.

⁴⁶ Chang, Kim, & Li, (2014), "The Heterogeneous Impact of Corporate Social Responsibility Activities That Target Different Stakeholders". *Journal of Business Ethics*, vol. 125 (pp. 211-234)

⁴⁷ Orlitzky & Benjamin (2001), "Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review". *Review Business Society*, vo. 40 (pp. 369-396)

⁴⁸(Corporate Social Performance), si intende la capacità di un'impresa di applicare le metodologie dell'ambito ESG. Si misura in due modi: o attraverso sondaggi si collezionano una serie di informazioni sul piano ESG, oppure sfruttando direttamente i ratings ESG.

2016), oppure separatamente con, il rischio sistematico (Oikonomou, Brooks, & Pavelin⁴⁹, 2012) e rischio idiosincratice (Sassen *et al.*⁴³, 2016). Ma queste correlazioni spesso sono risultate deboli (statisticamente e/o economicamente) e limitate dall'arco temporale annuale (Bouslah, Kryzanowski, & M'Zali⁵⁰, 2018). Uno studio più recente condotto utilizzando dei dati a frequenza mensile (Julie Ayton, Natalia Krasnikova e Issam Malki⁵¹, 2022), invece, enfatizza una robusta correlazione negativa tra rischio idiosincratice e CSP; pertanto, una migliore corporate social performance è associata ad un'impresa che mitiga in modo più efficace i rischi specifici dell'impresa. Per quanto riguarda il rischio sistematico, gli autori non hanno trovato nessuna relazione significativa con la CSP, motivando che non è facile avere delle serie di dati storiche per questo tipo di informazioni.

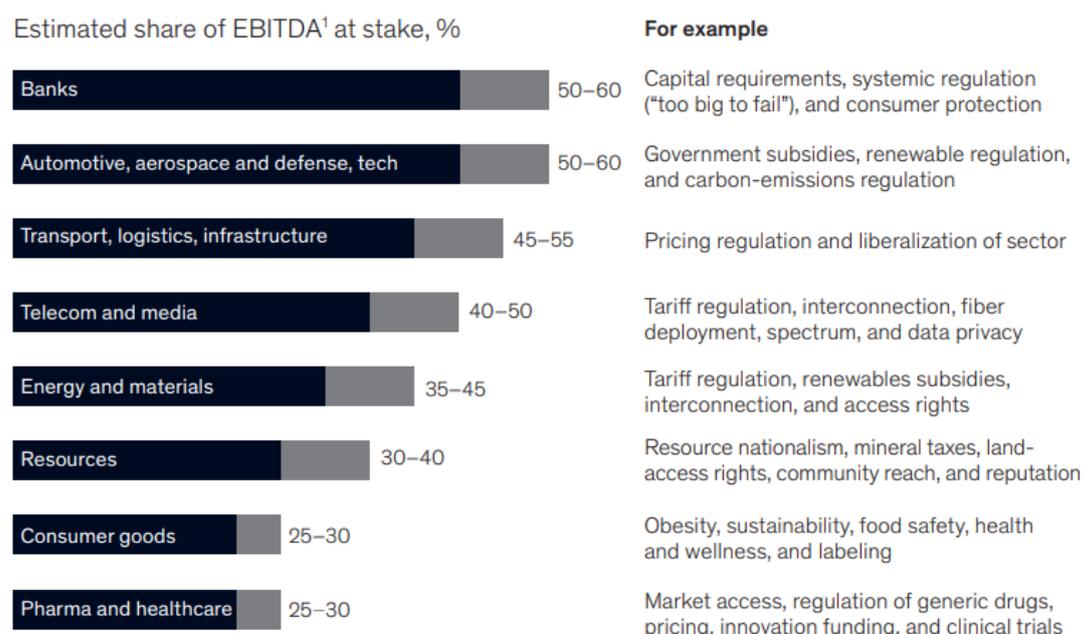
A questo punto, le aziende che manifestano una maggiore capacità di resilienza e un approccio proattivo nel gestire le sfide connesse alla sostenibilità risultano altresì maggiormente attrattive agli occhi degli investitori⁵², interessati ad una minore fluttuazione del valore titolo. In aggiunta, è importante tenere presente che l'anticipare degli sviluppi normativi futuri offre una maggiore flessibilità strategica a lungo termine, soprattutto in alcuni settori come banche, trasporti, media, ed energia. In questi settori, l'intervento dello stato è cruciale nel modellare i profitti delle imprese (*figura 2.1*), agendo sia dal punto di vista finanziario che regolamentare. Ad esempio, molte di queste aziende hanno beneficiato notevolmente dalla recente implementazione dello stato di agevolazioni fiscali e detrazioni legate agli investimenti nelle politiche e attività etiche, portando a significativi risparmi finanziari.

⁴⁹ Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2012). "The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis". *Financial Management*, 41, 483–515.

⁵⁰ Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2018). "Social performance and firm risk: Impact of the financial crisis." *Journal of Business Ethics*, 149, 643–669.

⁵¹ Julie Ayton, Natalia Krasnikova e Issam Malki (2022). "Corporate social performance and financial risk: Further empirical evidence using higher frequency data", *International review of Financial Analysis*.

⁵² Lars Hornuf, Christoph Siemroth (2022). "A field experiment on attracting crowdfunders", *Economics Letters*.
Alexander Dyck, Karl V. Lins, Lukas Rothc, Hannes F. Wagner (2019), "Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence." *Journal of Financial Economics*.



¹Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

Figura 2.1, (Fonte: McKinsey)

In altre parole, le imprese in questo contesto godono di maggiore liquidità finanziaria, per cui si riduce il costo del capitale (equity e debito)⁵³. Nel dettaglio, per quanto riguarda la riduzione del costo dell’equity uno studio recente condotto dall’università di Napoli⁵⁴ ha evidenziato che ad un aumento del 10% dello score ESG generale corrisponde una riduzione di 134 punti base del costo dell’equity. Tuttavia, la curva che descrive la precedente proporzione non è lineare, ma segue una forma parabolica. Ciò suggerisce l’esistenza di una soglia massima di investimento (*BreakPoint*) oltre la quale l’investimento di 1€ aggiuntivo non sarà compensato da una corrispondente riduzione del costo dell’equity. Invece, le imprese che trascurano gli aspetti di responsabilità sociale si troveranno ad affrontare un aumento del costo del debito, con una forbice che varia tra i 7 e i 18 punti base in più (Goss and Roberts⁵⁵,2011).

Parlando di riduzione (o aumento) degli oneri sul capitale in relazione alle politiche aziendali, risulta di particolare interesse una ricerca condotta nel 2021 su un campione di imprese italiane⁵⁶. Lo scopo della ricerca era quello di mettere in relazione il rischio di default

⁵³ Gordon Clark, Andrea Feiner, Michael Viehs (2015). “From the stockholder to the stakeholder”, Arabesque

⁵⁴ Pellegrini Carlo Bellavite, Caruso Raul e Mehmeti Niketa (2019). “The impact of ESG scores on cost of equity and firm’s profitability.” *New Challenges in Corporate Governance, Theory and Practice*, (pp. 38-40)

⁵⁵ Goss and Roberts (2011), “The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans”. *Journal of Banking and Finance*, vol. 35 (pp. 1794-1810)

⁵⁶ Fonte: Cerved Group Agency

dell'impresa, inteso come la probabilità di non onorare gli obblighi finanziari, e la fascia del rating ESG, che monitora l'impegno in termini di sostenibilità ambientale, sociale e di governance dell'impresa. I risultati (*figura 2.2 e 2.3*), suddivisi per dimensione aziendale, mostrano tutti una correlazione negativa tra le variabili analizzate. Questo significa che al crescere del payoff di sostenibilità delle imprese, diminuisce il rischio di default, e viceversa.

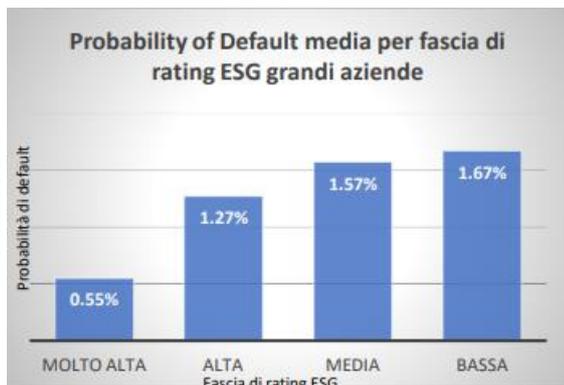


Figura 2.2, (Fonte: Cerved Group Agency)

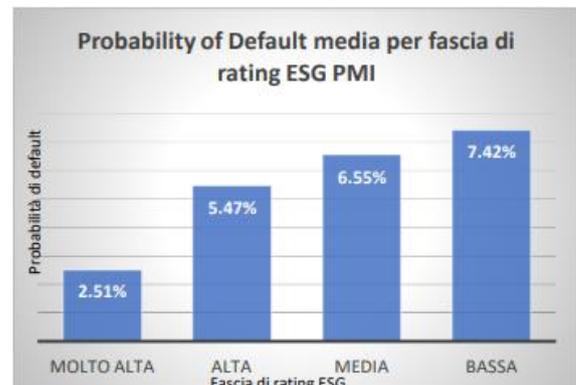


Figura 2.3, (Fonte: Cerved Group Agency)

2.1.4 - Valore del brand

Inevitabilmente, tutte queste componenti hanno delle ripercussioni sul brand. Un'ottima reputazione aziendale oltre ad attrarre i clienti e risorse finanziarie, costituisce anche uno stimolo per i nuovi talenti. Un recente sondaggio stima che il 40% dei millennials ha scelto di lavorare per aziende sostenibili, accettando anche un eventuale riduzione salariale⁵⁷. Quindi, le aziende che adottano politiche ESG diventano sempre più appetibili agli occhi dei giovani, in cerca di un'opportunità lavorativa che rispetti i loro valori etici e di sostenibilità. Per di più, il senso di appartenenza e la soddisfazione per l'ambiente lavorativo incentivano i dipendenti ad essere più produttivi, così da migliorare le performance aziendali⁵⁸. A differenza del Taylorismo⁵⁹, in cui la politica di minimizzazione dei costi poneva i dipendenti allo stesso livello di un qualsiasi input, adesso i lavoratori sono una risorsa chiave da gestire per accrescere il valore dell'impresa. Questa prospettiva è in linea con gli studi più recenti

⁵⁷ Fonte: www.fastcompany.com/90306556/most-millennials-would-take-a-pay-cut-to-work-at-a-sustainable-company

⁵⁸ Seppälä e Cameron (2015). "Proof That Positive Work Cultures Are More Productive", Harvard Business Review.

Adam M. Grant (2008), "Does intrinsic motivation fuel the prosocial fire? Motivational synergy in predicting persistence, performance, and productivity," Journal of Applied Psychology. Volume 93, Number 1, pp. 48-58

⁵⁹ Una teoria di management formulata da Frederick Taylor nella monografia "L'organizzazione scientifica del lavoro" (1911). Taylor propose alcune tecniche per progettare la produzione in modo rigoroso, seguendo la linea del massimo risultato con il minimo sforzo. Lo studio di base consisteva nello scomporre le attività lavorative ai minimi termini, ottenendo attività 'banali' e ripetitive in modo da ridurre le competenze necessarie dei lavoratori garantendo comunque un alto livello di efficienza.

sostengono che garantire un alto livello di soddisfazione nei lavoratori è correlato positivamente con i rendimenti di lungo termine degli shareholders⁶⁰. Una ricerca della London Business School dimostra come le aziende inserite nelle “100 Best Companies to Work For”, da parte della rivista Fortune, hanno generato dei rendimenti azionari annui maggiori (compresi tra il 2,3% ed il 3,8%) rispetto alle aziende che non ne facevano parte⁶¹.

2.2 – Il perimetro dell’indagine: la definizione di impresa familiare e presenza in Italia

Fin qui, quando si è parlato di “impresa” l’accezione era del tutto generale, riferendosi ad una qualsiasi organizzazione economica che combina risorse umane, finanziarie, materiali e tecnologiche per produrre beni o fornire servizi al fine di soddisfare le esigenze e i desideri del mercato. Adesso invece, si stabilisce il campo d’indagine che sarà oggetto del presente studio, le *family firms*. Per analizzare le dinamiche dell’impresa familiare e tutte le sue caratteristiche distintive rispetto ad altre tipologie di impresa, il punto di partenza è fornire una definizione specifica. Tuttavia, nonostante questa struttura sia ampiamente diffusa sia in letteratura che nell’ambito industriale, non esiste un unico concetto diffuso in larga scala in letteratura (Chittoor e Das⁶², 2007). Le prime definizioni del concetto di impresa familiare si concentrano unicamente sulla nozione di proprietà. Di conseguenza, l’impresa familiare si identificava in un unico nucleo ristretto, responsabile dell’intero rischio finanziario e della manodopera (Dell’Amore⁶³, 1961). A confermarlo anche Barry e Bernars⁶⁴ (1975), i quali riconoscono come IF, un’azienda controllata al 100% dai membri di una singola famiglia. D’altro canto, queste definizioni di impresa familiare sembrano essere anacronistiche nei confronti della complessa realtà aziendale odierna, la quale prevede, ad esempio, una struttura proprietaria frammentata tra più famiglie e investitori estranei al contesto familiare, oppure la delega ad un manager esterno per la gestione. Così, anche la letteratura

⁶⁰ Alex Edmans (2011), “Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices”. *Journal of Financial Economics*. Volume 101, Number 3, (pp. 621–640)

⁶¹ Alex Edmans, (2012). “The link between job satisfaction and firm value, with implications for corporate social responsibility,” *Academy of Management Perspectives*, Volume 26, Number 4, pp. 1–9, journals.aom.org

⁶² Chittoor e Das (2007). “Professionalization of management and succession performance? A Vital Linkage”. *Family Business Review*. Vol. 20, (pp. 65–79)

⁶³ Dell’Amore, Giordano (1961). “Le Fonti del Risparmio Familiare.” Milano: Giuffrè

⁶⁴ Barry, Bernard (1975). “The Development of Organisation Structure in the Family Firm”. *Journal of General Management* 3: pp. 42–60.

accademica si adatta a questo scenario, inizialmente con Donnelley⁶⁵ (1964), che introduce ad un ruolo anche strategico dei membri della famiglia all'interno dell'azienda e vincola la definizione di impresa familiare al coinvolgimento alla causa di almeno due generazioni. Successivamente, l'accezione familiare si lega anche ad una quota azionaria che ad ogni modo garantisca il controllo dell'azienda alla famiglia fondatrice (Barnes e Hershon⁶⁶, 1976). È ancora evidente il legame che sussiste tra il modo di concepire l'IF per questi autori e il diritto di proprietà esercitato dalla famiglia. Tuttavia, questa prospettiva dell'impresa familiare conosciuta come *components-of-family-involvement*⁶⁷, si avvalsa di un'altra linea di pensiero che studia un coinvolgimento empatico da parte della proprietà con l'impresa dal nome *essence-of-family-involvement* (Davis⁶⁸, 1983; Carsrud⁶⁹, 1994). Quindi, ciò che caratterizza, seppur in misura diversa ma in modo inequivocabile, le imprese familiari sono una serie di fattori emotivi che trovano spazio nel contesto della teoria SEW (Socioemotional Wealth). In questo modo, si identificano i bisogni affettivi della famiglia che costituiscono il *patrimonio intangibile* socio-emotivo della family firm alimentato dal sentimento di responsabilità, d'impegno, di collettivismo e di altruismo (Berrone et al., 2012)⁷⁰. In particolare, secondo Berrone, l'identificazione dei membri della famiglia con l'impresa genera un forte desiderio di esercitare il controllo e influenzare le decisioni al fine di preservare il loro patrimonio socio-emotivo. In quest'ottica, le imprese familiari formulano le loro strategie con un'attenzione particolare al lungo termine, consapevoli che le scelte fatte da una generazione avranno conseguenze sulle generazioni future (Sharma & Sharma⁷¹, 2011). Inoltre, un ulteriore aspetto rilevante nella prospettiva del SEW è l'intenso legame dell'azienda con gli stakeholder, caratterizzato dai valori specifici personali della famiglia e/o dei manager alla guida dell'impresa e dalla loro esperienza educativa (Castejón & López⁷²,

⁶⁵ Donnelley, R.G (1964). "The family business." Harvard Business Review, vol. 42 (pp. 93–105)

⁶⁶ Barnes, Louis B., and Simon A. Hershon (1976). "Transferring power in the family business." Harvard Business Review 54: pp. 105–14

⁶⁷ Chrisman, J. J., Chua, J. H., & Sharma, P. (2005a). Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. Entrepreneurship: Theory & Practice, 29: 555- 575.

⁶⁸ Davis, Peter (1983). "Realizing the potential of the family business." Organizational Dynamics 12: 47–56.

⁶⁹ Carsrud, Alan L. (1994). "Meanderings of a Resurrected Psychologist or Lessons Learned. Creating a Family Business Program." Entrepreneurship Theory and Practice 19: 39–48

⁷⁰ Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). "Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research." Family Business Review, 25(3), 258–279.

⁷¹ Sharma, P., & Sharma, S. (2011). "Drivers of Proactive Environmental Strategy in Family Firms". Business Ethics Quarterly, 21(2), 309–334.

⁷² Pedro Juan Martín Castejón, Beatriz Aroca López (2016). "Corporate social responsibility in family SMEs: A comparative study". European Journal of Family Business vol. 6 (pp. 21-31)

2016). Le peculiarità personali precedentemente citate influiscono in modo significativo sull'approccio alle questioni sociali che vanno oltre la mera ricerca del profitto, promuovendo all'interno dell'azienda un impegno condiviso verso obiettivi sociali di ampia portata (Shephers⁷³, 2016). Infine, tra le priorità delle imprese familiari risultano essere rilevanti la tutela dell'immagine e la reputazione dell'azienda, essendo l'attività imprenditoriale implicitamente correlata al nome della famiglia nella maggior parte dei casi (Miller e Le Breton-Miller⁷⁴, 2005).

Il lavoro di Chua, Chrisman e Sharma concilia i suddetti concetti concludendo che, affinché un'impresa possa essere definita familiare, non è sufficiente solo il coinvolgimento di una o più famiglie nella struttura proprietaria (componente), ma devono sussistere specifiche caratteristiche 'comportamentali' (essenza). Passando per la loro definizione letterale:

“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”⁷⁵.

Implicitamente si deduce che il coinvolgimento delle famiglie nell'impresa costituisce solamente una condizione necessaria, mentre l'identità familiare si manifesta attraverso la condivisione di valori e obiettivi che si estendono sia all'interno della stessa generazione (intra-generazionale) che tra generazioni diverse (intergenerazionale).

Una misura di continuità per monitorare l'influenza che ha la famiglia sull'impresa, superando la semplice dicotomia tra impresa familiare e non familiare, è l'indice di Astrachan *et al*⁷⁶. Il suddetto indice, dal nome F-PEC, si compone di tre dimensioni: *potere, esperienza e cultura*. In ognuna di queste dimensioni il coinvolgimento della famiglia avrà un impatto specifico. Ad esempio, per quanto concerne l'esercizio del *potere*, è necessario considerare il numero dei membri familiari all'interno del Consiglio di Amministrazione (Cda), chi assume

⁷³ Shepherd, D. A. (2016). An Emotions Perspective for Advancing the Fields of Family Business and Entrepreneurship: Stocks, Flows, Reactions, and Responses.

⁷⁴ Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2005). "Managing for the long run: Lessons in competitive advantage from great family businesses." Harvard Business School Press

⁷⁵ Chua, J.H.; Chrisman, J.J.; Sharma, P. (1999). "Defining the family business by behavior." Entrep. Theory Pract.

⁷⁶ Astrachan, J.H.; Klein, S.B.; Smyrniotis, K.X. (2002) "The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem." Fam. Bus. Rev., 15, 45–58.

responsabilità nella gestione e governance dell'impresa, nonché se vi sia un legame di parentela con la proprietà o se si tratti di un membro esterno soggetto a delega. Quindi, in generale esprime il grado di coinvolgimento dei familiari nella proprietà e nella gestione. D'altro canto, l'*esperienza* tiene in considerazione uno degli aspetti fondamentali delle imprese familiari, ovvero il coinvolgimento di più generazioni nella proprietà e nella gestione. Si è discusso e ipotizzato che il culmine dell'esperienza si verifichi nel passaggio dalla prima alla seconda generazione, in quanto molte delle pratiche operative sono stabilite dalla prima generazione, mentre con la seconda si consolidano e standardizzano i processi. Infine, la *cultura* esprime il grado di sovrapposizione tra valori aziendali e familiari, nonché il grado di impegno dei familiari tanto nel supportare una gestione improntata al perseguimento degli obiettivi economici del business, quanto nel garantire lo sviluppo di interrelazioni reciproche tra la famiglia, l'organizzazione e l'ambiente.

Esaminando la letteratura, allora, emerge la medesima problematica già individuata da Daily and Dollinger, ossia l'incapacità di definire in modo definitivo e predefinito un'impresa familiare 'a priori'⁷⁷. Tale difficoltà è riscontrata anche in ambito internazionale, a causa delle particolari caratteristiche istituzionali specifiche di ciascun paese. Per esempio, la quota di capitale necessaria per il controllo, le norme che disciplinano la separazione tra proprietà e controllo, così come le regole che condizionano il voto, sono alcune delle differenze che sussistono tra un paese ed un altro. Pertanto, per sua stessa natura, le imprese familiari risultano contingenti alle istituzioni giuridiche circostanti⁷⁸. Tuttavia, dal punto di vista giuridico, il concetto è intrinsecamente legato alla natura della proprietà, poiché è l'unico criterio oggettivo e pragmatico per distinguere un'impresa familiare da un'impresa non familiare. In tale ottica, la Commissione Europea si è espressa nel 2016 per una definizione ufficiale e metodica di questo tipo di imprese:

“La relazione del gruppo di esperti della Commissione sulle imprese familiari raccomanda l'adozione della seguente definizione, secondo cui un'impresa è da considerarsi «familiare» se:

⁷⁷ Daily, C.M.; Dollinger, M.J. “An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms.” *Fam. Bus. Rev.* (1992) 5, 117–136

⁷⁸ Allouche, J.; Amann, B.; Jaussaud, J.; Kurashina, T. The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: A matched-pair investigation. *Fam. Bus. Rev.* 2008, 21, 315–330.

— la maggioranza dei diritti di voto è nelle mani delle persone fisiche che hanno fondato l'impresa o ne hanno acquisito il capitale sociale oppure del coniuge, dei genitori, dei figli o degli eredi diretti dei figli, di queste persone

— tale maggioranza può essere diretta o indiretta,

— almeno un rappresentante della famiglia o della parentela è coinvolto nella gestione o nell'amministrazione dell'impresa,

— nel caso di società quotate, le persone che hanno fondato l'impresa o ne hanno acquisito il capitale sociale, oppure un loro familiare o discendente, detengono, sulla base della loro partecipazione al capitale sociale, il 25 % dei diritti di voto.”⁷⁹

La definizione giuridica stessa sottolinea l'importanza della proprietà e dell'influenza esercitata dalla famiglia sull'impresa al fine di classificarla come "family firm". Attraverso questo paragrafo, si è cercato di evidenziare la complessità e le sfumature che caratterizzano la definizione di questo tipo di attività. È importante comprendere l'eterogeneità del gruppo coinvolto non solo da un punto di vista organizzativo ma anche dimensionale, infatti, le aziende coinvolte possono essere sia microimprese sia grandi imprese. Tanto che, le imprese familiari sono la tipologia di business più diffusa in Europa, costituendo più del 60% di tutte le imprese⁸⁰. Più nello specifico in Italia, secondo l'AIDAF⁸¹ le imprese familiari rappresentano l'85% delle aziende, coprendo una vasta gamma di settori, tra cui manifatturiero, agricolo, commerciale, e dei servizi, che offrono un totale di circa 2,4 milioni di posti di lavoro. Molte di queste imprese sono piccole e medie imprese (PMI), ma ci sono anche alcuni grandi gruppi familiari che hanno un impatto significativo sull'economia nazionale, per un fatturato totale di 730 miliardi di euro. La medesima tipologia d'impresa anche sul mercato azionario italiano ha un ruolo rilevante, rappresentando numericamente il 60% del mercato (circa 290 le imprese familiari quotate) e pesando oltre il 25% della capitalizzazione complessiva⁸².

⁷⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015IE0722&from=EN>

⁸⁰ Fonte: European Commission

⁸¹ Associazione Italiana Delle Aziende Familiari

⁸² G. Corbetta, F. Quarato, A. Minichilli (2018), "Dieci anni di capitalismo familiare." X Osservatorio AUB, Università commerciale Luigi Bocconi

2.3 – I punti di contatto tra le imprese familiari e i criteri ESG

A questo punto, conoscendo i rating(s) ESG e avendo definito i tratti tipici dell'impresa familiare, è possibile fare convergere entrambe le trattazioni individuando quelli che sono i punti di contatto. La ricerca accademica riguardante la relazione tra imprese familiari e sostenibilità ha mostrato progressi notevoli solo recentemente, come dimostrato da un'analisi bibliometrica condotta da De las Heras-Rosas & Herrera⁸³ nel 2020.

Tra le principali caratteristiche dell'impresa familiare trova spazio l'orientamento strategico di lungo periodo, il quale mette in luce il senso di responsabilità nei confronti delle generazioni future di preservare l'attività imprenditoriale e l'ambiente. L'approccio tradizionalmente conservativo adottato da queste imprese sembra contraddirsi con l'adozione di innovative pratiche sostenibili. Delmas & Gergaud⁸⁴, al contrario, evidenziano l'importanza per le imprese familiari di acquisire certificazioni eco-sostenibili al fine di preservare la continuità aziendale. Il punto di partenza della loro teoria è stato quello di includere gli eredi come stakeholder dell'impresa, ed in quanto tale bisogna soddisfarne le loro esigenze. Per garantire la stabilità aziendale sicuramente è necessario mantenere alto il livello di soddisfazione dei clienti. Certificare i propri prodotti o servizi risulta essere una strategia vincente per guadagnarsi la fiducia dei clienti. I certificati ambientali, dunque, oltre a testimoniare l'impegno a ridurre la propria footprint, sono lo strumento adeguato a consolidare il proprio business nel lungo termine. Infatti, nonostante sono diversi filoni della letteratura che riconoscono gli investimenti in sostenibilità come un costo nel breve termine (Slawinski & Bansal, 2009)⁸⁵, i risultati sulle performance ambientali che riguardano le imprese familiari sono da considerarsi migliori rispetto alle imprese non familiari⁸⁶. La scelta strategica di investire a lungo termine, sebbene possa sembrare economicamente inefficiente nel breve periodo, è agevolata anche dalla struttura di governance caratteristica delle imprese familiari. Solitamente, tale struttura si distingue per la concentrazione,

⁸³ De las Heras-Rosas, C., & Herrera, J. (2020). Family Firms and Sustainability. A Longitudinal Analysis. *Sustainability*, 12(13), 5477.

⁸⁴ Delmas, M. A., & Gergaud, O. (2014). "Sustainable Certification for Future Generations: The Case of Family Business." *Family Business Review*, 27(3), 228–243.

⁸⁵ Slawinski, N., & Bansal, P. (2009). "Short on time: The role of time in business sustainability." *The Academy of Management Proceedings*

⁸⁶ Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. & Larrazza-Kintana, M., (2010). "Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less?". *Administrative Science Quarterly*, 55, 82–113.

sebbene in diversa misura, sia della proprietà che del controllo nelle mani della famiglia, il che consente di godere di una maggiore autonomia decisionale ed allineamento degli interessi (Carney⁸⁷, 2005). Per garantire questo livello di autonomia decisionale e per mantenere la proprietà all'interno della famiglia senza dispersioni, le iniziative di innovazione sostenibile sono finanziate mediante l'impiego dei flussi finanziari interni, ottenuti tramite una riduzione dei dividendi distribuiti⁸⁸. L'incidenza della famiglia nel processo decisionale, come è emerso fin qui, può conseguentemente portare a decisioni e azioni contraddistinte da una maggiore responsabilità sociale. Nello specifico, preservare l'immagine dell'attività è tra i principali interessi della gestione familiare. A tal fine, i legami dell'impresa con gli stakeholders, tra cui la comunità, i dipendenti, i clienti, i fornitori e le istituzioni pubbliche sono gestiti in modo da tutelare la reputazione ed il patrimonio socio-emotivo dell'impresa⁸⁹. Questa prospettiva è coerente con la teoria classica degli stakeholder, la quale concepisce gli stakeholders come parte integrante dell'impresa da soddisfare per trarne vantaggi reputazionali ed economici. Tra le pratiche socialmente sostenibili dell'impresa familiari si ricordano, la cura e la parità di trattamento dei dipendenti⁹⁰, le trattative trasparenti con i clienti⁹¹, stabilire rapporti di fiducia con i fornitori⁹², ritorni a lungo termine per tutti i soci e contributi di beneficenza alla comunità⁹³. Con maggiore dettaglio, la letteratura offre approfondimenti sulle contrapposizioni che possono sussistere nel considerare l'impatto sociale dell'impresa familiari qualora si distinguano gli stakeholders in interni ed esterni. A confermare quanto appena detto è lo studio condotto da Cruz *et al.*⁹⁴, il quale dimostra come le imprese familiari tendano a impegnarsi in politiche socialmente responsabili per soddisfare le aspettative degli stakeholder esterni, mentre tale impegno diminuisce quando

⁸⁷ Carney, M. (2005). "Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms." *Entrepreneurship Theory & Practice*, 29 (3), 249–265

⁸⁸ Michaely R, Roberts M. 2012. Corporate dividend policies: lessons from private firms. *Rev. Financ. Stud.* 25:711–46

⁸⁹ Cennamo, C., Berrone, P., Cruz, C. & Gomez Mejia, L.R. (2012). "Socioemotional wealth and proactive stakeholder engagement: Why family controlled firms care more about their stakeholders." *Entrepreneurship Theory & Practice*, 36 (6), 1153-1173

⁹⁰ J. Neckebrouck, W. Schulze and T. Zellweger (2018). "Are Family Firms Good Employers?", *Academy of Management Journal* Vol. 61, pag. 553-585

⁹¹ Miller D & Le Breton Miller I. (2003). "Challenge versus advantage in family business", *Strategic Organization*, Vol. 1, pag. 127-134

⁹² Uguale a 61

⁹³ S. L. Hart and M. B. Milstein (2003). "Creating sustainable value", *The Academy of Management Perspective* Vol. 17, pag. 56-67

⁹⁴ Cruz C., Larraza-Kintansa M., Garcés-Galdeano L., & Berrone, P. (2014). "Are family firms really more socially responsible?" *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 38, pag. 1295–1316.

ci si concentra sugli stakeholder interni. La divergenza di opinioni trova origine nelle dinamiche interne alle imprese familiari, le quali, al fine di preservare il controllo e l'influenza della famiglia sull'azienda, deviano dal comportamento ideale, ad esempio, concedendo ruoli e salari non meritocratici ai dipendenti familiari rispetto a quelli esterni. In questo scenario si apre l'ampio dibattito riguardo la corporate governance e la conseguente gestione dei problemi di agenzia.

Cresciuta anche grazie alla contemporanea ascesa del tema della separazione tra proprietà e controllo nelle imprese quotate, il concetto di Corporate Governance riveste un ruolo di notevole importanza nell'intero quadro aziendale. 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”*⁹⁵. In generale, Jensen e Meckling definiscono i problemi di agenzia *“un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere”*⁹⁶. In questo tipo di contratti si palesa un'asimmetria informativa da parte del principale nei confronti della prestazione dell'agente. In particolare, sono quattro i conflitti d'interesse affrontati nel contesto della corporate governance per le imprese familiari, i cui soggetti interessati sono:

- Azionisti e manager
- Azionisti insider e azionisti outsider
- Proprietari e creditori
- Family insiders e family outsiders

Il primo scenario, ampiamente riconosciuto come un *problema di agenzia di tipo I*⁹⁵, rappresenta una chiara manifestazione della distinzione netta tra la proprietà, cioè gli azionisti, e il controllo, che è detenuto dal manager con alcuna partecipazione azionaria

⁹⁵ Sifuna A.P. (2012), “Disclose or Abstain: The Prohibition of Insider Trading on Trial”, Journal of International Banking Law and Regulation, 27, 9.

⁹⁶ Jensen-Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3 (1976), pp 305-360.

nell'impresa. In tale contesto, definiamo il concetto di "benefici non monetari" (BNM)⁹⁷, i quali comprendono in astratto vantaggi quali il potere e il prestigio, che sorgono in virtù della posizione manageriale. Alla luce dei BNM, la funzione di utilità del manager comprende fattori come spese accessorie per l'impresa, investimenti per l'espansione del business e diversificare il rischio, in contrasto con la funzione di utilità della proprietà che ha come fine la massimizzazione del profitto. Inoltre, nell'ambito delle imprese familiari, è noto che, oltre a promuovere gli interessi economici, vi è un particolare impegno nella conservazione del patrimonio socio-emotivo. Ci sono due principali strategie per risolvere e allineare gli interessi tra la proprietà e il controllo nelle imprese familiari: la stipula di contratti il più possibile completi e le relative attività di monitoraggio (costi di agenzia), oppure la concentrazione della gestione del business nelle mani dei proprietari stessi⁹⁸. Il primo approccio trae vantaggio dall'opportunità di condurre una sorveglianza scrupolosa sul dirigente esterno. Ciò è agevolato dalla notevole concentrazione di proprietà all'interno delle imprese familiari, il che può influenzare il tasso di rotazione del CEO e consentire la negoziazione di condizioni contrattuali favorevoli, compresi salari direttoriali legati alle prestazioni⁹⁹. Inoltre, tali dirigenti possiedono una comprensione completa del know-how aziendale, che li pone nella posizione di valutare le competenze del CEO. D'altra parte, quando la proprietà coincide con il controllo (CEO), si verifica una perfetta sovrapposizione degli interessi, contribuendo così ad eliminare completamente i costi di agenzia di questo tipo. In linea con la riflessione teorica, che le imprese familiari mitigano i problemi di agenzia di tipo I, *Anderson e Reeb*¹⁰⁰ provano con il loro studio che i business familiari hanno performance migliori rispetto ad un business non familiare. Invece, precedentemente *Holderness e Sheehan*¹⁰¹ avevano trovato un risultato opposto. Una più recente revisione degli elaborati da parte di *Amit e Villalonga*¹⁰² conclude che le imprese familiari generano

⁹⁷ Grossman S, Hart O, (1980). "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation." J. Econ. 11:42–64

⁹⁸ La Porta R, Lopez-De-Silanes F, Shleifer A., (1999). "Corporate ownership around the world." Journal of Finance 54:471– 517.

⁹⁹ Chen, Tai-Yuan, (2005). "CEO compensation contract of family firms". University of Texas at Dallas working paper.

¹⁰⁰ Anderson R, Reeb D., (2003). "Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500." Journal of Finance 58:1301–27.

¹⁰¹ Holderness C, Sheehan D., (1988). "The role of majority shareholders in publicly held corporations: an exploratory analysis." Journal of Financial Economy.

¹⁰² Amit R, Villalonga B., (2014). Financial performance of family firms. In The SAGE Handbook of Family Business, ed. L Melin, M Nordqvist, P Sharma, pp. 157–78. London: Sage.

effettivamente più valore ma i risultati si discostano in base: il contesto geografico ed industriale, l'accezione di impresa familiare e l'arco temporale preso in considerazione. Questi ultimi hanno anche dato prova che le famiglie fondatrici nel particolare si dimostrano essere particolarmente attente alla gestione d'impresa, motivati dai loro legami emotivi con l'attività e dall'orgoglio che li contraddistingue¹⁰³. In ultima istanza, seppur l'allineamento degli interessi tra la proprietà e il controllo, nel caso particolare in cui il manager coincide con il proprietario, elimina completamente le problematiche di agenzia di tipo I e garantisce performance migliori, d'altra parte, tale configurazione potrebbe aprire la strada al "nepotismo". In effetti, si possono riscontrare assunzioni non meritocratiche, riconoscibili in una mancanza di competenze manageriali, ma derivanti da una discendenza familiare¹⁰⁴. Analizzando questo scenario, le evidenze empiriche suggeriscono che il mercato percepisce i benefici frutto della gestione familiare come superiori rispetto al potenziale rischio di nepotismo associato, sia in Europa¹⁰⁵ che negli USA⁶⁹.

Una situazione diversa si ha quando la sovrapposizione tra proprietà e controllo è parziale e molto ridotta (problemi agenzia di tipo II), distinguendo così azionisti insider, che oltre alla proprietà ricoprono ruoli di gestione come CEO o membri del Cda, ed azionisti outsider, che hanno solo diritti di proprietà. Nell'analisi della struttura proprietaria, si è riscontrato che il comportamento del manager aziendale varia in funzione del suo coinvolgimento in termini di proprietà nell'azienda. Nel caso specifico in cui il manager sia un insider detenendo una quota di proprietà minoritaria nell'impresa, egli gode al 100% dei BNM a lui associati, ma, in effetti, contribuisce con un costo proporzionale alla sua quota di diritti di proprietà. Questa situazione costituisce un rischio per l'azienda, poiché il manager insider potrebbe essere tentato di aumentare tali costi, considerando che il suo contributo finanziario è notevolmente inferiore rispetto all'utilità personale che ne ricava. Di conseguenza, si verifica un'inefficienza ex-post comunemente conosciuta con il termine di "consumption on the job". In aggiunta, il manager insider percepisce benefici monetari, come ad esempio profitti e dividendi, che sono direttamente correlati ai risultati ottenuti dall'azienda in virtù del suo impegno e delle sue azioni ma di cui ne gode in base la sua quota di proprietà. Di conseguenza, il manager

¹⁰³ Villalonga B, Amit R., (2009). "How are U.S. family firms controlled?" *Rev. Financ. Stud.* 22:3047–9.

¹⁰⁴ Burkart M, Panunzi F, Shleifer A. (2003). "Family firms." *J. Finance* 58:2167–202.

¹⁰⁵ Maury B. (2006). "Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations." *J. Corp. Finance* 12:321–41

insider con quota minoritaria potrebbe essere incline a ridurre il suo impegno nell'aumentare il valore dell'azienda assumendosi elevati rischi, provocando un'inefficienza ex-ante nota come fenomeno di "shirking" (inattività o mancato impegno). Poiché il beneficio totale per il manager insider è composto dalla somma dei benefici monetari e non monetari, c'è una tendenza a massimizzare i BNM, che sono di carattere privato, a scapito di quelli monetari, che hanno un impatto pubblico più ampio. Tutti i problemi di agenzia di tipo II sopra descritti, a differenza del caso in cui il manager è esterno e vincolato dal monitoring, sono difficili da gestire per gli outsider per via della sovrapposizione dei poteri che rende difficile il monitoring e l'espropriazione del controllo agli insider. Infatti, in questa situazione di conflitto d'interessi principale-principale gli insider solitamente, oltre a ricoprire cariche prettamente gestionali, hanno una sostanziale quota di diritto di voto in assemblea dei soci. Per ottenere la quota di maggioranza in assemblea è necessario possedere abbastanza titoli azionari con diritto di voto¹⁰⁶ da rappresentare la maggioranza. Zingales ha tentato di quantificare il valore intrinseco di questi benefici privati del controllo, al fine di ottenere una stima approssimativa dell'importo che potrebbero rappresentare per chi ne è titolare, motivando la resistenza a cedere il controllo. La stima, banalmente, consiste nel calcolare la differenza di mercato delle azioni con diritto di voto da quelle senza diritto di voto. In generale, è emerso che nei paesi con un basso livello di tutela per gli azionisti di minoranza, la differenza era molto elevata. Il divario di prezzo sta ad indicare che il premio richiesto per cedere il controllo deve essere elevato a causa dell'alto livello di BNM ottenuti¹⁰⁷. A proposito dell'enforcement di un paese, in Italia uno dei crac finanziari più rilevanti, che avuto come catalizzatore appunto l'alta concentrazione del controllo e della proprietà in un contesto di scarsa tutela delle minoranze, è quello della nota azienda Parmalat. Nel 2003 l'azienda è stata accusata di falso in bilancio, e successivamente l'imprenditore è stato condannato per banca rotta fraudolenta¹⁰⁸. Il crollo finanziario della società è costato l'azzeramento del patrimonio azionario ai piccoli azionisti, mentre i risparmiatori che avevano investito in bond hanno ricevuto solo un parziale risarcimento. Ragion per cui i mercati valutano con cautela i

¹⁰⁶ È opportuno considerare che vi sono varie categorie di azioni, quali, ad esempio, la distinzione tra azioni ordinarie e azioni a voto plurimo, nonché tra azioni con diritto di voto e senza diritto di voto. Inoltre, un'altra metodologia che consente di assicurarsi la maggioranza nelle assemblee è rappresentata dalla struttura gerarchica della proprietà (piramidi societarie).

¹⁰⁷ Zingales L. (1995). "What determines the value of corporate votes?" Q. J. Econ. 110:1047–73.

¹⁰⁸ L'imprenditore fallito è chiamato a rispondere per avere agito dolosamente nei confronti dei creditori.

business che manifestano un'elevata concentrazione dei poteri, come potrebbe accadere nel contesto familiare.

I risultati positivi emergono, invece, dall'interazione tra imprese familiari e creditori. Questi ultimi guardano con favore agli obiettivi dell'attività familiare, tra cui la prospettiva strategica a lungo termine, preservare la reputazione della famiglia e dell'impresa, la scarsa propensione a diversificare, così da massimizzare il valore dell'impresa nel suo complesso¹⁰⁹. Inoltre, le imprese familiari ricorrono al credito con una maggiore frequenza, vista la scarsa propensione delle imprese a diluire la propria quota di equity. In conseguenza all'allineamento degli interessi tra le parti e le frequenti relazioni emerge una riduzione del costo del debito per le imprese familiari.

Un ultimo conflitto d'interessi che la governance di un'impresa familiare deve gestire riguarda la famiglia nel suo insieme (principale) e gli azionisti familiari (agente), i quali sono responsabili di preservare l'eredità della famiglia¹¹⁰. In primo luogo, le sfide sorgono nel processo di nomina delle cariche di maggior responsabilità tra i membri della famiglia. Tali nomine, pur basandosi su criteri ereditari, richiedono l'approvazione del consiglio generale della famiglia, il quale stabilisce anche le condizioni per la revoca del potere conferito. Anche dopo la concessione del potere rimangono questioni da affrontare, legate alla gestione del conflitto tra gli obiettivi generali della famiglia e coloro che sono stati incaricati della gestione dell'impresa. Tra le variabili di interesse della famiglia rientra la conservazione della reputazione della famiglia e dell'azienda, l'attuazione dei valori, della mission e della vision familiari, il mantenimento dell'unità familiare e di un clima di armonia, la preservazione della cultura instaurata dal fondatore e la tutela dell'ambiente. Questi obiettivi possono essere condivisi, in tutto o in parte, dai membri incaricati della gestione aziendale che hanno come scopo anche quello di massimizzare i ritorni finanziari, la liquidità d'impresa e garantirsi una exit option¹¹¹ favorevole. Molte imprese familiari per colmare questi conflitti d'interessi interni ricorrono a meccanismi come l'assemblea di famiglia e il consiglio di famiglia¹¹². Il primo riunisce tutti i membri della famiglia indipendentemente del ruolo all'interno dell'impresa,

¹⁰⁹ Anderson R, Mansi S, Reeb D. (2003). "Founding family ownership and the agency cost of debt." *J. Financ. Econ.* 68:263–85.

¹¹⁰ B. Villalonga, R. Amit, Trujillo, e A. Guzman (2015). "Governance of family firms". *Annu. Rev. Financ. Econ.* 2015. 7:635–54

¹¹¹ Un certo compenso concordato per cedere l'attività di gestione o controllo.

¹¹² Davis J. (2007). "Governance of the business family." Harvard Business School Note 807-020, Boston

una o due volte l'anno, per discutere sul business e la strategia familiare. Lo scopo di quest'ultimo è promuovere il dialogo su temi condivisi all'interno della famiglia favorendo la coesione e preservando tradizioni, cultura, e l'eredità. Inoltre, durante l'assemblea si nominano i membri del consiglio familiare e si dà l'approvazione alle azioni intraprese da quest'ultimo fino a quel momento. Di regola, il consiglio familiare coordina le sue azioni con il consiglio di amministrazione della società al fine di allineare gli obiettivi della famiglia e degli azionisti. Il suo ruolo principale consiste nell'offrire consulenza ai membri del consiglio di amministrazione al fine di guidarli in un processo decisionale appropriato che tenga in considerazione i valori, i bisogni e i desideri della famiglia. Nel concreto, il consiglio familiare sottopone le decisioni e le politiche aziendali che riguardano l'azienda, come le assunzioni e la retribuzione dei membri della famiglia all'interno dell'azienda o le condizioni di credito concesse dall'azienda ai membri della famiglia, all'approvazione del consiglio di amministrazione. È evidente che tali organi rappresentano un mezzo efficace per mitigare i problemi di agenzia, sopra discussi, contribuendo così a rafforzare la reputazione dell'impresa familiare.

Questo paragrafo, come specificato in apertura, ha evidenziato quali possono essere in linea teorica i punti di forza e debolezza della struttura familiare di un'impresa in riferimento alle tematiche ambientali, sociali, e governance. Per riassume, le conclusioni sono le seguenti:

- E – sul piano ambientale le aspettative sono quelle di trovare sicuramente una valutazione superiore per le imprese familiari rispetto alle imprese non familiari per via della visione a lungo termine ed il senso di responsabilità nei confronti delle generazioni future;
- S – per i legami sociali, nonostante l'ambiguità dovuta alla discrepanza comportamentale tra chi fa parte del nucleo familiare e chi è esterno, è emersa un'elevata fiducia del mercato, e di conseguenza in letteratura, nei confronti dei valori etici che permeano l'impresa familiare. Quindi, anche in questo caso ci si aspetta una valutazione leggermente superiore delle imprese familiari rispetto a quelle non familiari;

- G – Per quanto riguarda l'analisi della governance all'interno dell'impresa familiare, sono state investigate le dinamiche dei conflitti di interesse che possono essere più o meno efficacemente gestiti a seconda della struttura proprietaria adottata e dal manager insider o outsider. Tuttavia, nell'analisi delle imprese quotate, si delineano due scenari principali: nel primo scenario, in cui il CEO è una figura esterna alla famiglia le valutazioni saranno alte, perché le aspettative prevedono la minimizzazione dei rischi di agenzia di tipo I attraverso l'allineamento degli interessi tra proprietà e controllo, grazie a un'attenta attività di monitoraggio da parte della proprietà familiare, ed inoltre, non sussistono problemi di agenzia di tipo II; mentre nel secondo scenario, il CEO è un membro della famiglia con una quota di proprietà dell'impresa, si rileva un elevato rischio di problemi di agenzia di tipo II. Di conseguenza, in quest'ultimo caso, ci si attende che le valutazioni siano inferiori rispetto al caso precedente. In definitiva, contrariamente alle aziende non familiari, le valutazioni della governance in generale all'interno di un'impresa familiare possono variare, sia in senso positivo che negativo, a seconda di come vengono affrontate le eventuali controversie familiari che possono emergere.

Nei capitoli successivi sarà analizzato operativamente un campione in modo da avvalorare quanto detto con la teoria o aprire la strada a nuovi spunti di riflessione.

Capitolo 3

3.1 – Una panoramica del campione

Il campione utilizzato nel contesto di questo elaborato è costituito da un insieme complessivo di 74 società italiane che sono quotate in borsa. La selezione di queste società è stata effettuata in base alla presenza di almeno una valutazione relativa al loro profilo in termini ambientali, sociali e di governance (ESG) fornita da Refinitiv. Il periodo temporale di riferimento per la costituzione di questo campione copre un arco temporale che va dal 1° gennaio 2017 al 31 dicembre 2021. Pertanto, il dataset si inserisce all'interno del contesto dei dati panel, fornendo informazioni su diverse imprese analizzate per più di un periodo temporale. Va notato che il file sorgente iniziale, utilizzato come punto di partenza per l'analisi, conteneva un numero maggiore di imprese, ma molte di esse sono state escluse dalla selezione iniziale. Questa esclusione è stata determinata in base ai criteri precedentemente definiti, che riguardavano sia l'intervallo temporale considerato, sia la disponibilità di valutazioni ESG concesse dal fornitore di dati.

Per quanto riguarda l'ambito delle informazioni trattate, queste sono correlate al contesto di proprietà e controllo dell'impresa e ai relativi impatti sulle performance economico-finanziarie ed etico-sociali. Risalire alla struttura proprietaria è stato possibile per via delle informazioni pubbliche sul sito ufficiale della CONSOB insieme a fonti esterne per stabilirne la natura familiare o meno, mentre per le performance economico-finanziarie ed etico-sociali sono stati utilizzati rispettivamente i report annuali delle imprese e le valutazioni di Refinitiv.

Analizzando la distribuzione dei dati nel periodo di riferimento specificato (*figura 3.1*), emerge una conferma delle considerazioni esposte nel primo capitolo. Il grafico successivo mostra l'andamento cumulativo del numero di imprese che hanno ricevuto almeno una valutazione ESG da Refinitiv nel corso del periodo preso in esame. È rilevante notare che la pendenza massima si verifica tra il 2017 e il 2018, un periodo in cui sono state adottate numerose misure politiche e sociali riguardanti la sostenibilità. Queste iniziative, come già reso noto, hanno sollecitato le imprese a manifestare un maggiore interesse e

consapevolezza riguardo alle questioni etico-sociali. Un'interessa che risulta essere sempre in crescendo, come descritto dall'andamento della curva.



Figura 3.1, cumulata del numero di imprese con valutazione ESG rispetto all'anno.

Invece, un andamento diverso si osserva quando si traccia il valore medio dello score ESG delle imprese rispetto all'anno (figura 3.2). In particolare, tra il 2017 e il 2018, in risposta all'aumento del numero di imprese che si sottopongono ad una valutazione ESG il valore medio diminuisce. La diminuzione è da attribuire alle difficoltà incontrate dalle nuove imprese nel campione nel processo di valutazione, specialmente quando si sottopongono a tale procedura per la prima volta. Infatti, dopo l'iniziale calo di prestazione il valore medio torna a salire con il saturarsi del campione e la capacità di migliorarsi delle imprese nel tempo, sia in termini di prestazioni sostenibili che nella trasparenza informativa.

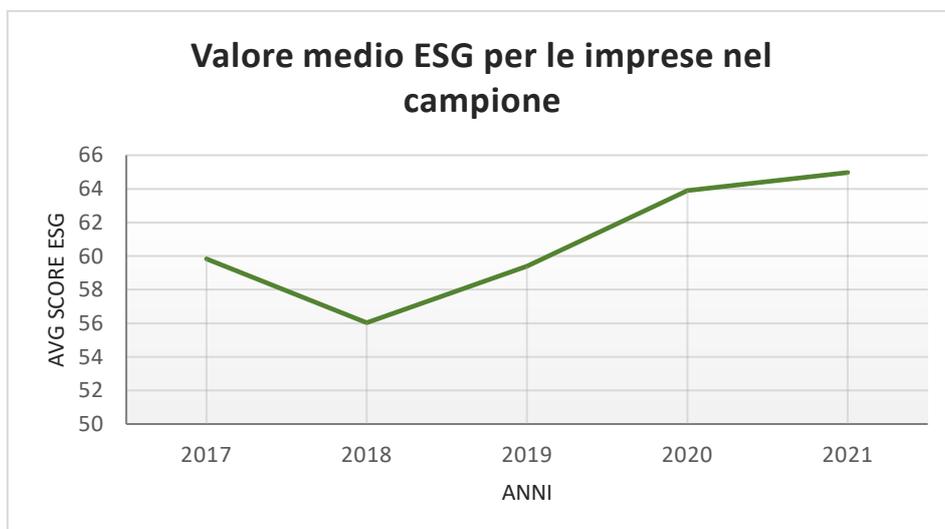


Figura 3.2, Valore medio dello score ESG rispetto all'anno.

Riproponendo la precedente analisi studiando le singole aree E-S-G, si apprezza il percorso di miglioramento intrapreso dalle imprese nel periodo di riferimento in ciascuna delle macroaree. Dalla *figura 3.3*, si deduce che il settore ambientale rappresenta la componente critica, poiché non ha mostrato un ampio miglioramento nelle valutazioni medie nel corso degli anni. Al contrario, si osserva una tendenza nettamente positiva per i risultati in crescita ottenuti nelle aree sociali e di governance, sottolineando il precedente richiamo alla maggiore trasparenza informativa a cui le imprese si rendono disponibili. Tale rappresentazione grafica sottolinea l'importanza attuale della tematica, evidenziando altresì l'ampio spazio per miglioramenti futuri e sollecitando le imprese ad azioni di sostenibilità ambientale nel breve termine.

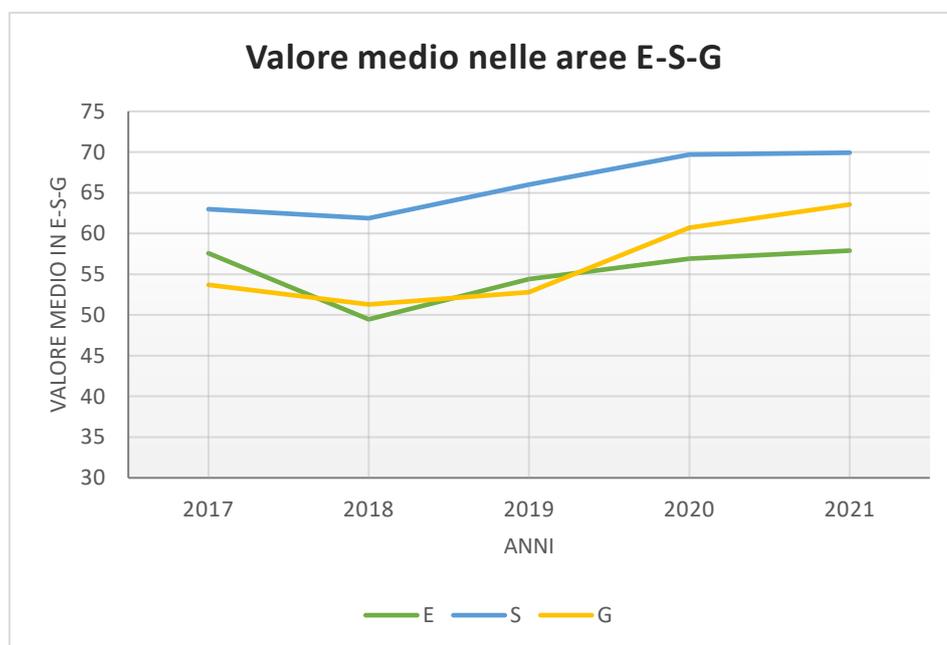


Figura 3.3, Valore medio dello score per le singole aree E-S-G.

Trattandosi di imprese quotate alla borsa di Milano, queste possono essere classificate in base all'indice settoriale di appartenenza disponibile nella scheda di mercato sul sito della Borsa Italiana. In particolare, le imprese si distribuiscono in 17 diverse classi con numerosità diversa come illustrato in *figura 3.4*.

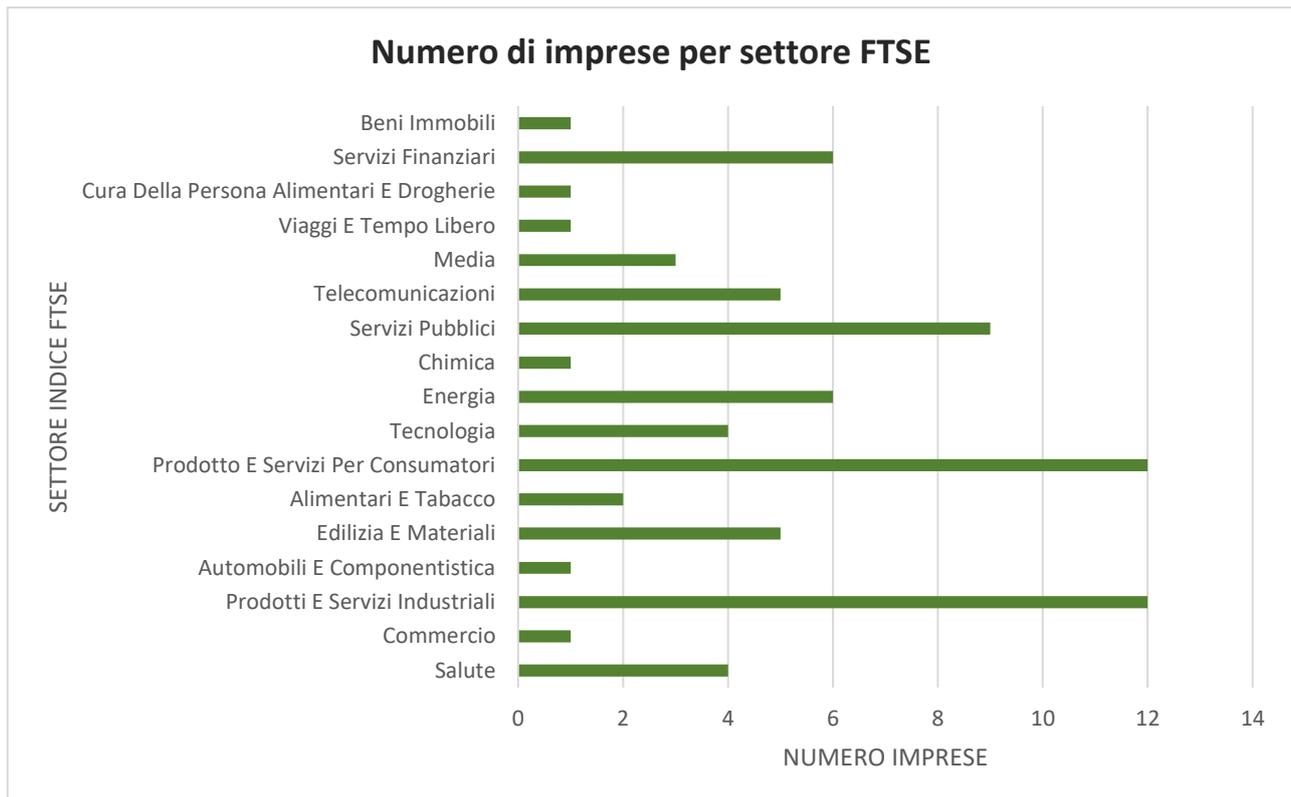


Figura 3.4, Distribuzione delle imprese per settore.

Tra queste, le più popolate (16%) sono i “Prodotti e servizi industriali” e “Prodotti e servizi per consumatori”. Il primo settore comprende una vasta gamma di attività economiche legate alla produzione e alla fornitura di beni e servizi destinati all'industria e all'ambito industriale. Questa categoria può includere la produzione di macchinari industriali, attrezzature, componenti e materiali utilizzati in vari settori industriali, nonché la fornitura di servizi di manutenzione, riparazione, consulenza e supporto tecnico per le aziende industriali. D'altra parte, il secondo settore menzionato raggruppa tutte le imprese che producono beni e servizi destinati direttamente ai consumatori finali. Queste ultime quindi si concentrano sulla soddisfazione dei bisogni, dei desideri e delle aspettative dei consumatori. A seguire, per numerosità di imprese nel settore (12%), si trova la classe “Servizi Pubblici”, ovvero sia tutti i servizi erogati dietro corrispettivo economico su un mercato, in cui lo Stato garantisce eguali condizioni ai cittadini in termini di accessibilità fisica ed economica. Una distribuzione omogenea (tra il 5% e 8%) si registra per i settori “Energia”, “Servizi finanziari”, “Telecomunicazione”, “Edilizia e Materiali”, “Tecnologia” e “Salute”. Una precisazione da fare riguarda il settore dei servizi finanziari, che tiene conto in questo caso delle sole imprese

che operano nel settore del venture capital e private equity¹¹³ ed escludendo le imprese che operano nel settore banking ed assicurativo. Infine, si individuano i settori “Commercio”, “Automobili e Componentistica”, “Chimica”, “Viaggi e tempo libero”, “Cura della persona alimentari e drogheria”, “Beni immobili”, “Alimentare e Tabacco” e “Media” che hanno una numerosità che oscilla dall’1% al 4%.

Tenendo presente che l’obiettivo ultimo di questo elaborato sarà quello di evidenziare, se presenti, delle differenze in termini di rating ESG tra le aziende che possono essere categorizzate come familiari e non familiari secondo la definizione convenzionale. A questo punto, risulta pertinente determinare se il campione oggetto di analisi presenta una diversificazione adeguata tra le imprese familiari e non familiari. Fermo restando le sfide nel definire un’impresa familiare, discusse nel precedente capitolo, il criterio utilizzato in questa circostanza per la classificazione della natura delle imprese si basa sulla detenzione di una quota azionaria di maggioranza da parte di un singolo nucleo familiare, la quale deve superare almeno il 30%. Applicando questo criterio il campione risulta essere quasi perfettamente bilanciato (*figura 3.5*), con le imprese familiari che costituiscono il 54% della totalità, mentre la quota di imprese non familiari si attesta intorno al 46%.

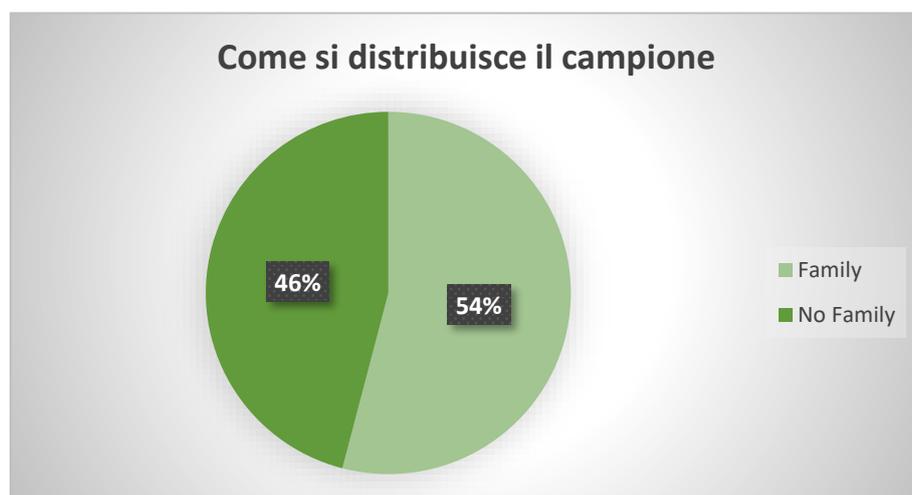


Figura 3.5, Classificazione delle imprese familiari e non familiari.

Scendendo nel dettaglio della quota di proprietà della famiglia, la maggior parte presentano una concentrazione del capitale di proprietà che supera persino il 50%. Come può essere

¹¹³ Entrambi fondi d’investimento che apportano flusso monetario nelle casse delle imprese acquisite con lo scopo di trarre guadagno da questo investimento. Le principali differenze sono, la natura delle imprese acquisite (start-up/aziende mature) e la gestione dell’investimento, inteso come partecipazione più o meno attiva nelle attività di gestione e strategiche dell’impresa acquisita.

osservato nella *figura 3.6*, l'85% delle imprese del campione rientra nel precedente caso (Family 50), mentre per il restante 15% di queste la famiglia detentrica dell'impresa possiede una quota di proprietà superiore al 30% ma non oltre il 50% (Family 30).



Figura 3.6, La quota di azioni in possesso della famiglia.

In aggiunta alla considerazione della natura familiare in termini di diritto di proprietà, è stato discusso come le imprese familiari possano altresì affidare la gestione aziendale ad un membro del nucleo familiare. Pertanto, nel database, si tiene debitamente conto di questa circostanza attraverso una variabile booleana che indica se il CEO è un membro del nucleo familiare o no. Il risultato di questa classificazione (*figura 3.7*) è bilanciato, con il 50% delle imprese che concede il ruolo di gestione alla famiglia e un simmetrico 50% che preferisce affidare la gestione ad un CEO esterno.



Figura 3.7, Chi si occupa della gestione dell'azienda in un'impresa familiare.

3.2 – Descrizione e valori campionari delle variabili

Il presente paragrafo è dedicato alla presentazione delle variabili nel dataset utili per l'analisi econometrica, fornendo statistiche descrittive e definizioni.

Si inizia dalle variabili che fanno riferimento alla storia dell'azienda e alla struttura proprietaria nella *tabella 3.1*. Quello che si nota subito riguarda la natura del dato, che è per lo più booleana, ad esclusione delle variabili che fanno riferimento agli anni, la quota azionaria di maggioranza e il settore di appartenenza dell'impresa. Si precisa inoltre che, la variabile *State Owner*, tiene conto delle imprese in cui il principale azionista coincide con lo Stato, e la variabile *Star*, fa riferimento alle imprese che fanno parte di un segmento particolare della Borsa Italiana dedicato a società quotate che soddisfano particolari requisiti, godendo quindi di una maggiore visibilità.

Tabella 3.1, Statistiche delle variabili descrittive e della quota proprietaria delle aziende all'interno dell'intero campione.

Variabile	Natura del dato	Intero campione (osservazioni 295)				
		Max.	Min.	Media	Mediana	Dev st.
Anno fondazione	[intero positivo]	2015	1860	1956	1964	-
Anni attività	[intero positivo]	161	2	64	55	-
Anno osservazione	[intero positivo]	2021	2017	2019	2019	-
Quota azionaria maggioranza	[decimale]	0,9948	0,031	0,4718	0,5179	0,21
Investitori istituzionali	[dummy]	1	0	0,4949	-	-
State Owner	[dummy]	1	0	0,2339	-	-
Private Owner	[dummy]	1	0	0,7661	-	-
Star	[dummy]	1	0	0,2678	-	-
Settore Borsa Italiana	[testuale]					
Family 30	[dummy]	0	1	0,51	-	-
Family 50	[dummy]	0	1	0,43	-	-
Family	[dummy]	0	1	0,51	-	-

Effettuando una segmentazione di queste variabili (*tabella 3.2*) si può sottolineare come le imprese familiari sicuramente hanno un numero maggiore di anni di attività ed una quota azionaria di maggioranza in media maggiore. Per quanto riguarda invece gli investitori istituzionali sembrano essere più attratti dalle imprese non familiari, tra le quali risulta preponderante anche la presenza dello Stato nella proprietà. Una prima indicazione a favore delle imprese familiari invece è il valore medio delle imprese nel settore Star della Borsa Italiana.

Tabella 3.2, Statistiche delle variabili descrittive e della quota proprietaria delle aziende con differenza Family/No family.

Variabile	Family (osservazioni 150)					No Family (osservazioni 145)				
	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st
Anni attività	161	13	69	58	37,49	159	2	58,42	45	42,58
Quota azionaria maggioranza	0,88	0,30	0,59	0,60	0,12	0,99	0,03	0,35	0,3	0,22
Investitori istituzionali	1	0	0,47	-	-	1	0	0,71	-	-
State Owner	0	0	0	-	-	1	0	0,48	-	-
Private Owner	1	1	1	-	-	1	0	0,52	-	-
Star	1	0	0,32	-	-	1	0	0,24	-	-

Dopo aver definito il quadro delle variabili che identificano le imprese del campione dal punto di vista della proprietà, si pone l'attenzione ai vertici della gestione con informazioni riguardo la figura del CEO. Come nel caso precedente una prima *tabella 3.3* mostra le informazioni delle variabili del campione per intero. Tra le variabili, oltre a quelle che catturano la sovrapposizione tra la famiglia e gestione d'impresa, si trovano variabili che segnalano i casi in cui sorgono più incarichi in capo al CEO. Emolumenti (migliaia) e CEO age, invece, risulteranno fondamentali per capire rispettivamente, la sensibilità del CEO ad accettare un certo livello di compenso fisso e la seniority dei CEO che gestiscono imprese che intraprendono attività etico-sociali.

Tabella 3.3, Statistiche delle variabili del ruolo di gestione dell'impresa.

Variabile	Natura del dato	Intero campione (osservazioni 295)				
		Max.	Min.	Media	Mediana	Dev st.
FamCeo 30	[dummy]	1	0	0,2610	-	-
FamCeo 50	[dummy]	1	0	0,2440	-	-
FamCeo	[dummy]	1	0	0,2610	-	-
CEO age	[intero positivo]	82	38	57	56	8,41
Emolumenti [migliaia]	[intero positivo]	3000	36	922,55	900	526,86
Ceo_Presidente	[dummy]	1	0	0,2475	-	-
Ceo_Fondatore	[dummy]	1	0	0,1186	-	-
Pres_Fond	[dummy]	1	0	0,2475	-	-
Fondatore_Cda	[dummy]	1	0	0,2847	-	-

Con la categorizzazione di queste variabili (*tabella 3.4*) si possono trarre delle conclusioni interessanti sulla distribuzione dei poteri all'interno delle imprese Family e No family che si sottopongono ai rating ESG. La sostanziale differenza emerge per la variabile che monitora

gli emolumenti percepiti dai CEO. Infatti, questa variabile per le imprese familiari, rispetto alle imprese non familiari, presenta una forchetta molto più ampia tra il valore massimo e minimo, così come maggiore è il valore medio. Anche la sovrapposizione della figura del CEO con quella del presidente è più ricorrente in media nelle imprese familiari. Diversamente, per l'età del CEO, non sembrano esserci particolari differenze. Questo lascia intendere che forse l'età del CEO nei due sottoinsiemi non è caratterizzante nella scelta di intraprendere una strategia all'insegna dei rating ESG.

Tabella 3.4, Statistiche delle variabili del ruolo di gestione dell'impresa con classificazione Family/No family.

Variabile	Family (osservazioni 150)					No Family (osservazioni 145)				
	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st
FamCeo	1	0	0,5	-	-	-	-	-	-	-
CEO age	82	38	56	54	8,63	77	39	58	57	8,03
Emolumenti	3000	36	1074,39	996,65	557,77	1600	167,58	765,48	630,84	442,68
Ceo_Presidente	1	0	0,32	-	-	1	0	0,17	-	-
Ceo_Fondatore	1	0	0,07	-	-	1	0	0,17	-	-
Pres_Fond	1	0	0,25	-	-	1	0	0,25	-	-
Fondatore_Cda	1	0	0,29	-	-	1	0	0,28	-	-

Si prosegue con l'analisi delle variabili economico-finanziarie relative alle imprese coinvolte nel settore ESG. Nel complesso, emerge una notevole diversità nei valori dimensionali delle aziende coinvolte in questo contesto (*tabella 3.5*). Infatti, per la maggior parte delle variabili, si osserva una significativa differenza tra le statistiche centrali, come la media e la mediana. Queste variabili sono frutto di una scrupolosa revisione dei report finanziari annuali, come detto in apertura, con rielaborazione delle informazioni per quanto riguarda gli opportuni indici:

$$\text{Quick ratio} = \frac{\text{Asset correnti-inventario}}{\text{Passività correnti}}$$

$$\text{Market to book ratio} = \frac{\text{Valore di mercato dell'impresa}}{\text{Patrimonio netto}}$$

$$\text{Price earnings ratio} = \frac{\text{Prezzo di mercato delle azioni}}{\text{EPS}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Patrimonio netto}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Totale Attivo medio}}$$

Numerose delle cifre negative registrate dalle metriche atte a monitorare le performance economiche delle imprese, oltre agli scenari ordinari di declino delle prestazioni, si collocano negli anni in cui si è manifestata la pandemia di COVID-19. Un evento esogeno che è responsabile della brusca frenata del comparto manifatturiero, e non solo, nel periodo compreso tra il 2020 e il 2023.

Tabella 3.5, Statistiche delle variabili economico-finanziarie delle imprese.

Variabile	Natura del dato	Intero campione (osservazioni 295)				
		Max.	Min.	Media	Mediana	Dev st.
Log(Ricavi)	[decimale]	7,92	3,64	6,21	6,16	0,67
Dividendi per azione (DPS)	[decimale]	1,4	0	0,27	0,18	0,30
Utile per azione (EPS)	[decimale]	5,44	-6,24	0,59	0,39	1,01
Utile netto [milioni]	[intero]	7224	-8652	223,02	100,4	1097,59
Quick ratio	[decimale]	3,29	0,09	1,09	1,01	0,52
Totale Debiti [milioni]	[intero positivo]	88786	0,7	5317,54	727,7	13699,61
Totale Asset [milioni]	[intero positivo]	284728	151,4	15998,17	2605,5	41815,06
Market to book ratio	[decimale]	13,06	-2,03	2,71	1,98	2,38
Capitalizzazione mercato [milioni]	[intero positivo]	84112	49	5619	2371	10636
Patrimonio Netto (PN) [milioni]	[intero]	51016	-128	3429	1065	7557
Price earnings ratio (P/E)	[decimale]	7728,17	-467,39	48,12	17,08	452
Disponibilità liquide [milioni]	[intero positivo]	17503	1,5	1250,3	331,3	2760,75
Numero dipendenti	[intero positivo]	129980	13	11594	4483	19424
Roe	[decimale]	0,56	-7,03	0,07	0,11	0,47
Roa	[decimale]	0,27	-0,22	0,04	0,035	0,06

Una prima risposta al problema precedentemente esposto potrebbe essere data con la suddivisione delle imprese tra le due tipologie, Family e No family (*tabella 3.6*). Procedendo con ordine, tutte le variabili che tengono conto sia degli asset che degli introiti sono notevolmente superiori nel segmento No family. Questo fenomeno è in gran parte attribuibile alle imprese non familiari attive in settori quali servizi pubblici, telecomunicazioni, energia e servizi finanziari. In questi settori, l'infrastruttura materiale costituisce la base dell'attività aziendale, e le condizioni di mercato spesso si presentano estremamente favorevoli, talvolta in una situazione di quasi monopolio, con la partecipazione dello Stato nella proprietà di tali imprese. Tuttavia, la robustezza finanziaria delle imprese a gestione familiare che adottano pratiche eco-sostenibili, le quali tendono ad avere un livello di esposizione al debito più contenuto (Quick ratio), è ripagata con la fiducia degli investitori (Market to book ratio). Nonostante la segmentazione nei due macro-gruppi ha diminuito le differenze delle imprese

infragrupo, si può comunque concludere che le imprese che scelgono di impegnarsi in termini di ESG hanno caratteristiche economiche e finanziarie eterogenee.

Tabella 3.6, Statistiche delle variabili economico-finanziarie delle imprese con classificazione Family/No family.

Variabile	Family (osservazioni 150)					No Family (osservazioni 145)				
	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st
Log(Ricavi)	7,1	5,11	6,14	6,12	0,42	7,9	3,64	6,28	6,36	0,86
Dividendi per azione (DPS)	1,4	0	0,3	0,17	0,34	1,2	0	0,25	0,2	0,26
Utile per azione (EPS)	5,44	-2,21	0,72	0,5	1,01	3,4	-6,24	0,47	0,26	1,01
Utile netto [milioni]	1172	-1177	119,91	75,5	245,61	7224	-8652	329,7	155,37	1541
Quick ratio	3,26	0,42	1,18	1,07	0,57	2,4	0,09	0,99	0,97	0,45
Totale Debiti [milioni]	50401	20,7	2017,64	560,15	7275,55	88786	0,7	8751,57	1430,95	17469,7
Totale Asset [milioni]	80609	163	5361	2031,1	13632,3	284728	151,4	27002,14	8157	56015,8
Market to book ratio	13,1	0,44	3,15	2,29	2,55	9,1	-2,03	2,27	2,57	2,1
Capitalizzazione mercato [milioni]	22497,5	88,54	3420,64	1695,64	4371,5	84112,4	47,14	7893,2	3399,28	14175,8
Patrimonio Netto (PN) [milioni]	11989	78,2	1506,97	758,65	2403,7	51016	-128	5416,94	1561,2	10139,1
Price earnings ratio (P/E)	206,3	467,34	17,55	19,48	55,66	7728,2	-28,99	79,74	14,61	641,8
Disponibilità liquide [milioni]	9534	28,5	642,51	244,8	1334,4	17503	1,5	1878,99	546,5	3596,7
Numero dipendenti	41934	715	7573	4272	8841	129980	13	15756	4611	25596
Roe	0,4	-1,41	0,09	0,12	0,21	0,6	-7,03	0,5	0,11	0,63
Roa	0,2	-0,14	0,05	0,05	0,05	0,27	-0,22	0,03	0,03	0,06

Infine, si discutono le variabili che riassumono il carattere etico-sociale delle imprese nel campione. Tuttavia, prima di analizzare i valori di queste variabili è opportuno cogliere i tratti principali della metodologia utilizzata da Refinitiv¹¹⁴. L'accuratezza e l'affidabilità costituisce un prerequisito fondamentale nell'ambito delle valutazioni, e questa precisione è ottenibile solamente quando si ha a disposizione una vasta quantità di informazioni. In quest'ottica,

¹¹⁴ Tutte le informazioni e immagini sulla metodologia di Refinitiv fanno fede ad un articolo reso pubblico nel maggio del 2022 al seguente link:

https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf.

Refinitiv emerge come un leader nel settore, con un database ESG che copre oltre l'85% della capitalizzazione di mercato globale e include oltre 630 metriche ESG diverse, insieme a un'ampia serie storica di dati che per alcune imprese risale fino al 2002. Inoltre, in linea con le best-practices viste nel primo capitolo, Refinitiv sostiene e favorisce la trasparenza dei dati, basando le proprie informazioni esclusivamente su documenti pubblici emessi dalle imprese. Questi documenti includono i report finanziari e di responsabilità sociale d'impresa (CSR) annuali, la documentazione ufficiale della borsa, nonché le informazioni rese disponibili sui siti web delle organizzazioni non governative (NGO) e dell'azienda stessa. I dati grezzi, prima di essere elaborati per ottenere lo score, sono soggetti ad un processo di revisione che coinvolge sia algoritmi che analisti esperti. In questa fase ogni misura è standardizzata in modo da garantire che sia comparabile con l'intero dataset. Seguendo questo principio, diventa opportuno associare un peso che tenga conto del settore industriale e del contesto politico. Per concludere, trattandosi di imprese quotate che godono di una certa attenzione ed aspettativa nel mercato, le valutazioni devono tenere conto anche di eventuali pregiudizi. A tal proposito, per catturare l'effetto di eventuali scandali ed il peso delle notizie, Refinitiv ha sviluppato un indice apposito l'ESG controversies score. La valutazione ESG complessiva allora può essere definita *data-driven*, poiché si basa su un framework di dati trasparente che comprende le performance e la capacità dell'impresa di conformarsi ai canoni ESG, senza tralasciare il settore industriale ed eventuali influenze esterne. L'elevato livello di dettaglio consente una distinzione efficace tra le aziende caratterizzate da una limitata rendicontazione e scarsa trasparenza, o da un'implementazione ed esecuzione minime, e le aziende che traducono concretamente le loro dichiarazioni in azioni e si affermano come leader nei rispettivi settori o regioni. Dopo aver descritto il modello da un punto di vista strutturale, adesso si presentano maggiori dettagli di come si arriva all'ESG score (*figura 3.8*).

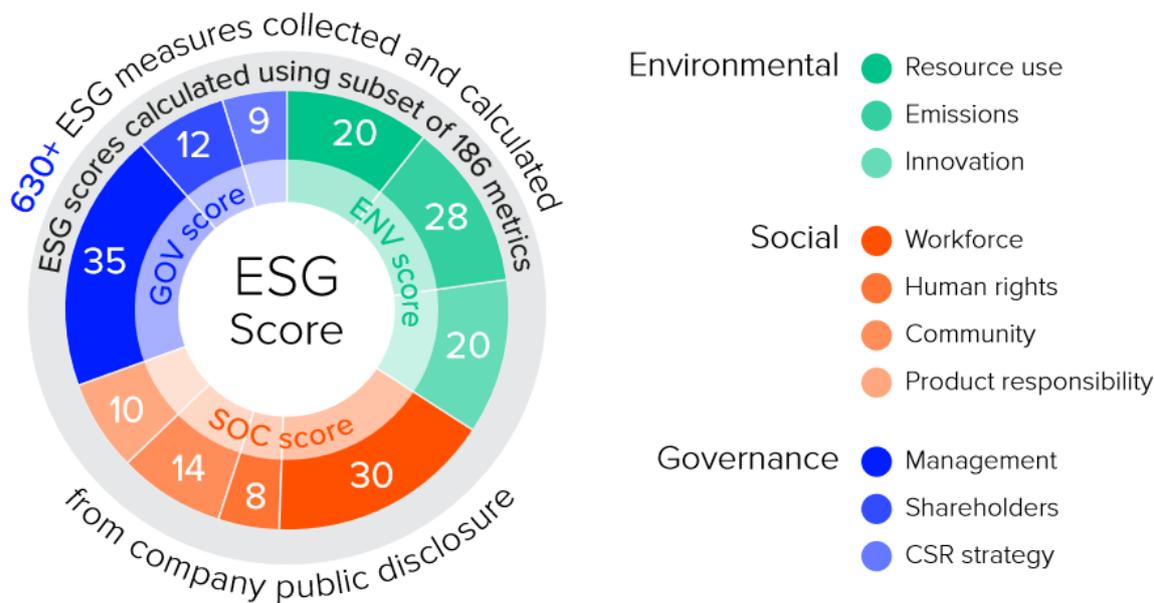


Figura 3.8, Struttura dell'ESG score.

Tra le 630 metriche monitorate da Refinitiv per ciascuna singola impresa, solamente 186, che risultano essere le più comparabili e rilevanti per il settore in questione, saranno utilizzate per alimentare il processo di valutazione complessivo. Le metriche in questione sono suddivise in dieci categorie (figura 3.9), ognuna delle quali è ponderata in base alle circostanze specifiche secondo una matrice, chiamata appunto "magnitude matrix". Il valore ESG complessivo si ottiene mediante la somma ponderata dello score nelle categorie per il rispettivo peso della magnitude matrix, e riflette in maniera complessiva la performance, l'approccio e l'efficacia dell'azienda in materia di ESG. Invece, per ottenere il valore rispetto al singolo pilastro bisogna normalizzare i pesi della matrice: si procede con la somma dei pesi delle categorie comprese in una macroarea (E-S-G) e successivamente si divide il peso della categoria riportato nella matrice per la rispettiva somma del pilastro, a questo punto si moltiplica lo score nella categoria per il peso normalizzato.

Score	Definition
Refinitiv ESG resource use score	The resource use score reflects a company's performance and capacity to reduce the use of materials, energy or water, and to find more eco-efficient solutions by improving supply chain management.
Refinitiv ESG emissions reduction score	The emission reduction score measures a company's commitment and effectiveness towards reducing environmental emissions in its production and operational processes.
Refinitiv ESG innovation score	The innovation score reflects a company's capacity to reduce the environmental costs and burdens for its customers, thereby creating new market opportunities through new environmental technologies and processes, or eco-designed products.
Refinitiv ESG workforce score	The workforce score measures a company's effectiveness in terms of providing job satisfaction, a healthy and safe workplace, maintaining diversity and equal opportunities, and development opportunities for its workforce.
Refinitiv ESG human rights score	The human rights score measures a company's effectiveness in terms of respecting fundamental human rights conventions.
Refinitiv ESG community score	The community score measures the company's commitment to being a good citizen, protecting public health and respecting business ethics.
Refinitiv ESG product responsibility score	The product responsibility score reflects a company's capacity to produce quality goods and services, integrating the customer's health and safety, integrity and data privacy.
Refinitiv ESG management score	The management score measures a company's commitment and effectiveness towards following best practice corporate governance principles.
Refinitiv ESG shareholders score	The shareholders score measures a company's effectiveness towards equal treatment of shareholders and the use of anti-takeover devices.
Refinitiv ESG CSR strategy score	The CSR strategy score reflects a company's practices to communicate that it integrates economic (financial), social and environmental dimensions into its day-to-day decision-making processes.

Figura 3.9, Definizione delle categorie che compongono l'ESG score.

Tornando alle variabili a disposizione nel campione per il presente elaborato bisogna fare riferimento alla *tabella 3.7*. La prima metrica riassume lo score ESG complessivo, alla quale seguono le valutazioni per singola area Environment, Social e Governance. Inoltre, per maggiore dettaglio è presente anche la variabile Controversie. Secondo quanto riportato da Refinitiv, la variabile assume il valore 100 nel caso in cui, nell'anno di riferimento, non si verificano eventi che abbiano un impatto negativo sulla reputazione dell'impresa, mentre assume un valore inferiore a 100 nel caso contrario. Per alcune imprese si inseriscono anche le seguenti variabili CO₂ emission, Scope1, Scope2, Scope3, le quali descrivono le responsabilità dell'azienda dal punto di vista ambientale [unità di misura: mila tonnellate]. Infatti, oltre alle emissioni di CO₂ calcolate secondo i modelli proprietari di Refinitiv (se non disponibile una rilevazione diretta dell'impresa), si riportano anche i valori per le singole categorie definite dal protocollo GHG¹¹⁵:

- Scope 1: le emissioni dirette da fonti possedute o controllate dall'azienda.

¹¹⁵ <https://ghgprotocol.org/>

- Scope 2: le emissioni indirette generate dall'acquisto di servizi di pubblica utilità (elettricità, vapore, riscaldamento, raffreddamento) per qualsiasi impresa.
- Scope 3: tutte le emissioni indirette che si verificano lungo la catena del valore di qualsiasi azienda, comprendendo le attività che vanno dalla consegna ai clienti alla catena di fornitura.

Tabella 3.7, Statistiche descrittive delle variabili che tengono conto delle performance ESG per l'intero campione.

Variabile	Osservazioni	Natura del dato	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev st.
ESG	295	[decimale]	92,96	8,07	61,07	62,49	17,35
E	295	[decimale]	90,82	0	55,14	59,66	24,47
S	295	[decimale]	96,71	12,21	66,54	69,26	19,07
G	295	[decimale]	97,38	6,76	56,89	58,68	20,15
Esg Age	295	[intero]	20	1	7	4	6
Controversie	294	[decimale]	100	4,17	88,91	100	26,05
CO ₂ emission [000]	295	[decimale]	110960	0,01	3170,77	52,53	12066,89
Scope1 [000]	275	[decimale]	105960	0	3162,36	21,73	11885,12
Scope2 [000]	279	[decimale]	5080	0	232,98	25699	673,58
Scope3 [000]	144	[decimale]	284562,29	0,16	12750,10	157,77	47622,32

Anche in questa circostanza, i valori delle misure di dispersione per le variabili che monitorano le emissioni indicano delle differenze settoriali e, di conseguenza, ampie differenze quantitative nelle emissioni di CO₂ delle imprese presenti nel campione. La medesima conclusione mantiene la sua validità anche suddividendo il campione nei sottogruppi "Family" e "No family" (Tabella 3.8). Inoltre, per quanto riguarda i valori medi delle performance ESG nelle due sottocategorie, si constata, in generale, un livello di prestazione superiore nel gruppo di imprese "No family", sia nello score complessivo che per le singole macroaree. Tuttavia, si registra anche una differenza nelle misure di dispersione di queste variabili, quindi, da questa breve analisi qualitativa non si riesce ad affermare con certezza quanto detto riguardo una differenza sostanziale tra i due sottogruppi.

Tabella 3.8, Statistiche descrittive delle variabili che tengono conto delle performance ESG con classificazione Family/No family.

Variabile	Family (osservazioni 150)					No Family (osservazioni 145)				
	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st
ESG	59,62	17,50	58,63	59,40	13,22	92,96	8,07	63,59	67,30	20,52
E	88,98	5,38	51,71	50,71	18,93	98,92	0	58,69	64,94	28,76
S	93,22	18,73	64,88	66,18	15,76	96,71	12,21	68,27	73,41	21,91
G	88,27	8,22	53,97	55,14	18,84	97,38	6,76	59,92	62,94	21,05

Variabile	Family (osservazioni 150)					No Family (osservazioni 145)				
	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st	Max.	Min.	Media	Mediana	Dev. st
Esg Age	20	1	6	3	6	20	1	9	5	7
Controversie	100	4,17	92,76	100	20,98	100	4,55	84,90	100	30,01
CO ₂ emission	22186	2,708	1344	45,35	4095	110960	0,01	5060,70	148,28	16518,52
Scope1	20623	0,28	1222	7,34	3844,16	105960	0	5390,75	129,23	16685,50
Scope2	1704	0	146,74	13,83	339,95	5080	0,31	331,13	36,74	903,31
Scope3	3100	0,16	598,74	61,57	960,2	284562	0,63	21680,62	2080,04	61349,23

Capitolo 4

4.1 – Analisi econometrica del campione: regressione lineare e test d'ipotesi con la t di Student

Nel precedente capitolo le conclusioni sono state più di carattere “qualitativo” e limitate al campione. Adesso, invece, con l'econometria si utilizzeranno alcune tecniche statistiche che permettono di estendere la validità delle conclusioni del campione in esame all'intera popolazione. Nel caso del presente elaborato, l'analisi econometrica degli effetti casuali è realizzata con dati osservazionali (bilanci, registri amministrativi, report aziendali) estranei al contesto sperimentale, i quali inevitabilmente apriranno ad una serie di complicazioni e considerazioni da fare. L'inferenza statistica, descritta da *H. M. Blalock* come un insieme di metodi che permette di “*indurre o inferire le proprietà di una popolazione [parametri] sulla base dei dati conosciuti relativi ad un campione [statistiche]*”, prevede le seguenti fasi:

1. Estrazione di un sottoinsieme della popolazione (campione).
2. Computazione delle statistiche campionarie, ossia dei valori associati ai dati presenti nel campione (ad esempio, la media campionaria).
3. Stima dei parametri nella popolazione basata sui risultati ottenuti dal campione (processo di inferenza statistica).

Per quanto riguarda i primi due punti della metodologia è in linea con quanto fatto nel precedente capitolo, mentre adesso si procede con la stima dei parametri nella popolazione e capirne la loro significatività. Per la stima dei parametri nella popolazione si è reso opportuno l'utilizzo del software STATA, il quale risolve un problema dei minimi quadrati ritornando i valori della retta di regressione che meglio interpola i dati. Due concetti relativi agli stimatori OLS appena menzionati meritano attenzione: in primo luogo, l'approccio si concentra sulla risoluzione di un "problema dei minimi quadrati," il cui obiettivo è minimizzare la differenza tra i valori effettivi nel campione e i valori stimati allineati sulla retta di regressione; in secondo luogo, la retta di regressione è la rappresentazione grafica ideale per catturare una relazione causale tra due variabili, Y (dipendente) e X (indipendente), attraverso il coefficiente angolare, nel caso di un modello lineare di primo grado. Si inizia

l'analisi riportando nella *figura 4.1* il valore dei coefficienti stimati sull'eventuale relazione causale, tra lo score ESG (dipendente) e la natura familiare di un'impresa (indipendente).

```
. regress Esg Family, robust
```

```
Linear regression          Number of obs   =       295
                          F(1, 293)         =        6.04
                          Prob > F           =       0.0145
                          R-squared          =       0.0205
                          Root MSE       =       17.201
```

Esg	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Family	-4.959237	2.017379	-2.46	0.015	-8.929628	-.9888458
_cons	63.58789	1.704078	37.32	0.000	60.2341	66.94167

Figura 4.1, Retta di regressione con variabile dipendente ESG e variabile indipendente Family.

Le considerazioni da fare riguardano la significatività del coefficiente “Family”, se ha un impatto nel determinare l’ESG score e in che direzione. Innanzitutto, bisogna guardare il segno del coefficiente ad indicare che, qualora la variabile sia significativa, la relazione è negativa. Inoltre, con le informazioni dell’output di STATA per concordare la significatività del coefficiente si possono tenere in considerazioni tre strumenti statici diversi, con alla base il concetto della distribuzione T di Student e il rispettivo valore critico ± 1.96 , questi sono:

- **test d’ipotesi**, dove si esplicita come ipotesi nulla (H_0) che il coefficiente della variabile “Family” sia uguale a 0, mentre l’ipotesi alternativa (H_1) è che il coefficiente sia diverso da 0. A questo punto, si confronta il valore della statistica t^{116} se ricade nell’area del rifiuto o accettazione dell’ipotesi nulla. Confrontando i valori, nello specifico $-2,46 < -1,96$, si rifiuta l’ H_0 in favore dell’ H_1 . Allora, il coefficiente della variabile “Family” è significativo per il calcolo dell’ESG score.
- **p-value** (si basa sulle medesime ipotesi fatte al punto precedente), questo valore indica la probabilità di rifiutare l’ipotesi nulla quando questa è vera. Quindi, se il livello di significatività chiesto è del 5%, si rifiuta l’ipotesi nulla con il valore $0.015 < 0.05$, essendo ammesso un errore al massimo del 5% nel rifiutare l’ H_0 erroneamente.
- **Intervallo di confidenza**, si calcola un intervallo di valori che indica un range all’interno del quale al 95% esiste il valore reale della popolazione¹¹⁷. Qualora questo

¹¹⁶ Calcolando la statistica $t = \frac{Coef.-0}{Std.Error}$

¹¹⁷ Calcolo per l’intervallo di confidenza $\{stima\ coeff. x (\pm 1.96 x St. Error)\}$.

intervallo non contenga lo 0, allora si escluda la possibilità che il coefficiente della variabile “Family” sia NON significativo.

Le stesse logiche appena descritte saranno utilizzate per descrivere l’impatto della variabile “Family” sulle singole macroaree E-S-G. Infatti, osservando la *figura 4.2* le conclusioni da fare sono le medesime del caso precedente, con la variabile “Family”, che anche in questo caso, risulta essere significativa per lo score dell’area Environment e coinvolta in una relazione con segno negativo.

Linear regression	Number of obs = 295 F(1, 293) = 6.02 Prob > F = 0.0148 R-squared = 0.0204 Root MSE = 24.263
-------------------	---

E	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Family	-6.977999	2.844732	-2.45	0.015	-12.5767	-1.379301
_cons	58.68939	2.388318	24.57	0.000	53.98895	63.38982

Figura 4.2, Retta di regressione con variabile dipendente E e variabile indipendente Family.

Invece, si presenta una situazione diversa nel caso della *figura 4.3*, per la retta di regressione che ha come variabile d’interesse “Family” e variabile dipendente la S. A differenza delle due situazioni precedenti qui, il valore della t è -1.52 (>-1.96) che rientra nella zona dell’accettazione dell’ H_0 , allo stesso modo il p-value ha un valore $0.129 > 0.05$ quindi la probabilità di rifiutare l’ipotesi nulla erroneamente è troppo elevata ed anche l’intervallo di confidenza contiene lo zero come possibile valore del coefficiente della variabile “Family”. Tutte queste considerazioni hanno come conclusione finale, che la variabile d’interesse (Family) non ha nessun impatto significativo nel determinare il valore per quanto riguarda la macroarea Social. Pertanto, si esclude una relazione di ogni tipo tra il punteggio dello score Social e le imprese familiari.

Linear regression

Number of obs	=	295
F(1, 293)	=	2.32
Prob > F	=	0.1289
R-squared	=	0.0079
Root MSE	=	19.03

S	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
Family	-3.393252	2.228203	-1.52	0.129	-7.778565	.9920597
_cons	68.26937	1.819042	37.53	0.000	64.68933	71.84942

Figura 4.3, Retta di regressione con variabile dipendente S e variabile indipendente Family.

Infine, la variabile d'interesse "Family" torna ad essere significativa con una relazione negativa nella macroarea che tiene conto dello score delle imprese nella gestione della Governance (figura 4.4).

Linear regression

Number of obs	=	295
F(1, 293)	=	6.53
Prob > F	=	0.0111
R-squared	=	0.0219
Root MSE	=	19.959

G	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
Family	-5.95283	2.328808	-2.56	0.011	-10.53614	-1.369519
_cons	59.92149	1.748293	34.27	0.000	56.48069	63.3623

Figura 4.4, Retta di regressione con variabile dipendente G e variabile indipendente Family.

Un modo alternativo, che porta alle medesime conclusioni, consiste nel calcolare il test d'ipotesi sulla differenza delle medie partizionando l'intero campione nelle due categorie "Family" e "No Family". Nell'ambito di questo test delle medie, l'ipotesi nulla (H_0) da verificare avrebbe comportato l'ipotesi che la differenza tra le medie fosse uguale a zero, mentre l'ipotesi alternativa (H_1) avrebbe sostenuto una differenza significativamente diversa da zero tra le medie. Ribadendo che la differenza tra le medie dei due gruppi è diversa da zero nel caso dello score ESG, così come per le singole macroaree E e G, mentre si accetta l'ipotesi nulla (uguaglianza delle medie nelle due categorie) per la macroarea S.

Tuttavia, un'ultima considerazione statistica, che tiene conto dell'**R-squared**¹¹⁸, solleva interrogativi circa la bontà del modello utilizzato. L'osservazione del coefficiente R-squared nelle figure precedenti rivela costantemente un valore di modesta entità, il che suggerisce

¹¹⁸ Questa misura è il rapporto tra la varianza spiegata rispetto alla varianza totale esistente nel campione.

che la differenza negli score attribuibile alla sola natura delle imprese ("Family" e "No family") ha un impatto relativamente basso. Allora, i precedenti modelli, sebbene siano stati utili a rappresentare una situazione generale, sono poco efficaci nel gestire l'eterogeneità delle imprese nel campione.

4.2 – Analisi econometrica del campione: regressione lineare con regressori economico-finanziari

Alla fine del precedente paragrafo è stata messa in discussione la bontà del modello di regressione lineare OLS con singolo regressore (*Family*), rendendo le conclusioni statistiche poco valide. La soluzione, a questo punto, consiste nell'implementare un modello in grado di considerare le differenze nei punteggi di sostenibilità tra le imprese familiari e non familiari, mantenendo costanti le circostanze economiche, anagrafiche e settoriali delle imprese nel campione. Infatti, facendo riferimento alla teoria del modello utilizzato, bisogna ricordare che fino a questo momento sono state trascurate le assunzioni dei minimi quadrati, le quali prevedono:

- $E(u|X = x) = 0$, dove la u sta per un certo termine di errore che tiene conto di tutte le altre variabili che non sono state inserite nel modello ma influenzano la Y . In particolare, l'equazione sta ad indicare che la media dell'errore non deve dipendere dalla variabile indipendente. In altre parole, la X e la u non devono essere correlate, altrimenti si avrà una distorsione dello stimatore del coefficiente della variabile d'interesse (**distorsione da variabile omessa**).
- (X_i, Y_i) devono essere indipendenti ed identicamente distribuite (**iid**).
- Gli outlier abbiano momenti quarti finiti (sono rari).

Una riflessione sulla prima ipotesi suggerisce l'opportunità di valutare se il modello precedente, basato su un singolo regressore, risulti eccessivamente semplificato, richiedendo l'introduzione di ulteriori variabili definite come variabili di controllo. Nei modelli successivi, oltre alla variabile d'interesse (*Family*) volta a stimare l'effetto sulla variabile dipendente (Y), si includeranno altre variabili con l'obiettivo di "risolvere" gli effetti distorsivi derivanti da variabili omesse. Come nel paragrafo precedente, inizialmente si esamina un

modello con la variabile dipendente rappresentata dal punteggio ESG complessivo, seguito dall'analisi dei singoli pilastri.

Si procede riportando in *tabella 4.1* diversi modelli di regressione, ciascuno caratterizzato da specifiche variabili di controllo. L'intento è quello di mantenere costanti le circostanze che potrebbero influenzare, e quindi essere correlate, sia con la variabile d'interesse (*Family*) che con la variabile dipendente (*ESG*). Analizzando i dati, in generale, ci si propone di offrire uno spunto di riflessione sul motivo e sulla direzione della correlazione tra le variabili di controllo e la variabile dipendente, escludendo la consistenza del verificarsi di questi, o altri, eventuali effetti causali. Pertanto, l'attenzione sarà rivolta a comprendere se la natura "*family*" dell'impresa conserva significatività a parità di condizioni.

Tabella 4.1, Modelli di regressione OLS con variabili di controllo e variabile dipendente ESG.

Modello di regressione (ESG)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Family	-4,96** (-2,46)	-3,16 (-1,58)	-0,69 (-0,39)	-1,50 (-1,05)	-2,21 (-1,52)	-2,26 (-1,56)	-2,27 (-1,59)
InstInv		7,39*** (3,72)	3,60** (2,10)	2,59* (1,73)	1,95 (1,32)	2,00 (1,35)	1,62 (1,11)
EsgAge			1,22*** (8,96)	0,29* (1,82)	0,37** (2,47)	0,34** (2,28)	0,28* (1,91)
LogVendite				14,70*** (9,43)	14,85*** (9,82)	14,94*** (9,82)	13,2*** (7,33)
Market to Book					0,91*** (2,94)	1,12*** (3,32)	1,12*** (3,32)
ROA						-16,57 (-1,02)	-17,11 (-1,07)
Star							-6,16** (-2,97)
cons	63,59	58,34	50,25	-33,11	-36,39	-36,57	-23,37
R ²	0,0205	0,0619	0,2480	0,4512	0,4649	0,4669	0,485

* Il coefficiente è significativo al 10% ($t = 1,645$)

** Il coefficiente è significativo al 5% ($t = 1,960$)

*** Il coefficiente è significativo all'1% ($t = 2,326$)

Basandosi sulle osservazioni precedentemente tratte dall'analisi del primo modello (1), si era giunti alla conclusione che la natura familiare costituisse una variabile di rilievo nella determinazione del punteggio ESG. Tuttavia, basta inserire una seconda variabile di controllo (2) che il risultato sembra essere diametralmente opposto, essendo il t-value diminuito a -1,58. In effetti, per tutti i modelli presentati, arricchiti da variabili di controllo, si

osserva che la variabile “*Family*” non è significativamente diversa da zero. Il modello di regressione (4) introduce contemporaneamente tre variabili di controllo che risultano essere correlate positivamente con la Y e significative, con un aumento notevole anche della varianza spiegata dal modello. Infatti, una buona reputazione in ambito ESG appare essere apprezzata dagli *investitori istituzionali* e dai consumatori (*LogVendite*). Parallelamente, è inevitabile che una certa esperienza nel comprendere come si è sottoposti valutazione porta le performance ad un livello superiore. Si nota che nel modello (5), la rilevanza della variabile relativa alla presenza di *investitori istituzionali* nei rendiconti aziendali diminuisce molto. Tale fenomeno è attribuibile all’inclusione nel modello della variabile *Market to Book*, la quale si rileva particolarmente significativa e correlata alla precedente per via del contenuto informativo simile. La correlazione positiva di quest’ultima con la variabile dipendente potrebbe essere adeguatamente spiegata dalla fiducia del mercato nelle imprese che dimostrano di aderire agli standard ESG. Nel penultimo modello (6), si aggiunge la variabile *ROA*, che misura la redditività delle imprese a parità di asset. Il *ROA*, al contrario di altre variabili, non ha dimostrato significatività nell’ambito complessivo del calcolo del rating ESG. Per concludere, le imprese di dimensioni medie nel segmento Star di mercato, nonostante godano di un elevato livello di liquidità e adottino pratiche di trasparenza comunicativa, sembrano incontrare difficoltà nell’allinearsi simultaneamente agli standard ESG. Questa conclusione è in linea con la significatività e correlazione negativa osservate nella variabile *Star* rispetto alla variabile ESG nell’ultimo modello (7).

Come già anticipato precedentemente, lo stesso tipo di analisi sarà applicata alle singole macroaree, rispettivamente E-S-G. In particolare, la *tabella 4.2* contestualizza le variabili di controllo in relazione alla variabile dipendente *Environment* e alla natura familiare dell’impresa. Per quanto riguarda la valutazione delle performance ambientali delle imprese, la variabile “*family*” emerge come significativa e presenta una correlazione negativa con la variabile dipendente, sia nel modello con un solo regressore che nella quasi totalità dei modelli contenenti altre variabili di controllo. I risultati potrebbero essere influenzati dalla constatazione, come evidenziato nel capitolo precedente, che all’interno del campione le imprese non familiari frequentemente presentano una componente statale e godono di una maggiore disponibilità di risorse e asset, che possono essere investiti per migliorare le loro performance in termini di emissioni. Infatti, dai precedenti capitoli si ricorda che, il punteggio

nella singola macroarea E per Refinitiv tiene conto della gestione delle risorse, delle emissioni e del tasso di innovazione. Tanto che, guardando i valori delle metriche *Scope*, le imprese familiari in valore assoluto hanno emissioni di CO₂ minori ma probabilmente sono meno efficienti nella gestione delle risorse e investimenti sostenibili.

Tabella 4.2, Modelli di regressione OLS con variabili di controllo e variabile dipendente Environment.

Modello di regressione (E)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Family	-6,98** (-2,45)	-6,04** (-2,06)	-2,96 (-1,06)	-4,20* (-1,82)	-4,43* (-1,85)	-4,59* (-1,94)	-4,61** (-2,05)
InstInv		3,87 (1,34)	-0,86 (-0,33)	-2,39 (-1,05)	-2,60 (-1,12)	-2,45 (-1,07)	-3,19 (-1,44)
EsgAge			1,52*** (6,92)	0,10 (0,43)	0,13 (0,55)	0,00 (0,02)	-0,12 (-0,51)
LogVendite				22,52*** (11,86)	22,57*** (11,89)	22,87*** (11,55)	19,50*** (8,01)
Market to Book					0,29 (0,65)	1,01** (2,10)	1,01** (2,12)
ROA						-55,80** (-2,56)	-56,85*** (-2,64)
Star							-11,98*** (-4,11)
cons	58,69	55,94	45,85	-81,85	-82,92	-83,54	-57,87
R ²	0,0204	0,0261	0,1717	0,4114	0,4121	0,4234	0,4578

* Il coefficiente è significativo al 10% ($t = 1,645$)

** Il coefficiente è significativo al 5% ($t = 1,960$)

*** Il coefficiente è significativo all'1% ($t = 2,326$)

Scendendo nel dettaglio, negli ultimi due modelli (6 e 7) in cui si inserisce la variabile *ROA*, in linea con quanto appena detto, questa risulta essere particolarmente significativa e correlata negativamente alla variabile dipendente. Quindi, fermo restando le considerazioni del secondo capitolo, dove si esaminavano i vantaggi a lungo termine in termini di costi da una politica sostenibile dell'impresa, attualmente sembra che gli investimenti necessari per migliorare abbiano un impatto negativo sulla redditività complessiva del business. Fare bene da un punto di vista ambientale per le imprese risulta particolarmente complesso, tanto da non evidenziare un impatto significativo né l'influenza degli *investitori istituzionali*, né l'ipotetica esperienza accumulata nel sottoporsi progressivamente a queste valutazioni (*EsgAge*). Mentre il valore reputazionale di un'impresa green rimane elevato, con un impatto rilevante e positivo sul fatturato (*LogVendite*) e nelle aspettative del mercato azionario speculativo (*Market to Book*).

Con la *tabella 4.3* si tiene in considerazione l'attitudine del business nel sociale rispetto alla natura familiare ed alle variabili di controllo. In questo scenario, la variabile d'interesse non risulta essere rilevante in nessun caso. Quindi, si evidenzia che essere incline alle questioni sociali non dipende dalla componente proprietaria dell'impresa.

Tabella 4.3, Modelli di regressione OLS con variabili di controllo e variabile dipendente Social.

Modello di regressione (S)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Family	-3,39 (-1,52)	-0,83 (-0,38)	1,52 (0,77)	0,79 (0,45)	0,36 (0,20)	0,29 (0,16)	0,28 (0,16)
InstInv		10,53*** (4,86)	6,92*** (3,54)	6,01*** (3,22)	5,63*** (2,96)	5,70*** (2,99)	5,49*** (2,86)
EsgAge			1,16*** (7,49)	0,32 (1,62)	0,37* (1,93)	0,31* (1,71)	0,28 (1,54)
LogVendite				13,3*** (6,80)	13,39*** (6,89)	13,53*** (6,92)	12,57*** (5,63)
Market to Book					0,54 (1,33)	0,87** (1,96)	0,87* (1,93)
ROA						-25,54 (-1,24)	-25,84 (-1,26)
Star							-3,43 (-1,30)
cons	68,27	60,79	53,10	-22,34	-24,29	-24,58	-17,23
R ²	0,0079	0,0775	0,2170	0,3547	0,3587	0,3625	0,3672

* Il coefficiente è significativo al 10% ($t = 1,645$)

** Il coefficiente è significativo al 5% ($t = 1,960$)

*** Il coefficiente è significativo all'1% ($t = 2,326$)

Invece, per quanto riguarda le variabili di controllo due risultano essere particolarmente significative e positivamente correlate alle iniziative sociali, ovvero: gli *investitori istituzionali* e il fatturato (*LogVendite*). L'opinione pubblica in generale, rappresentata dai fondi comuni nel primo caso e dai consumatori nel secondo, fortunatamente sembrano essere notevolmente esigenti riguardo questo tema. Anche l'esperienza dell'impresa nel dimostrare la propria identità e diligenza nei confronti dei canoni sociali è significativamente correlata con le valutazioni nella macroarea Sociale in maniera positiva.

Infine, in *tabella 4.4* si conclude con l'analisi del punteggio in ambito *Governance* nel contesto dei business familiari. Complessivamente si può affermare che la variabile "family" è significativa e correlata negativamente con la variabile dipendente. Facendo un discorso

ad ampio respiro il segno negativo potrebbe derivare dai conflitti d'interesse di cui si è parlato nel secondo capitolo.

Tabella 4.4, Modelli di regressione OLS con variabili di controllo e variabile dipendente Governance.

Modello di regressione (G)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Family	-5,95*** (-2,56)	-4,22* (-1,77)	-2,13 (-0,92)	-2,72 (-1,27)	-4,02* (-1,83)	-3,97* (-1,80)	-3,98* (-1,80)
InstInv		7,11*** (2,95)	3,91* (1,69)	3,18 (1,43)	1,99 (0,90)	1,95 (0,87)	1,83 (0,82)
EsgAge			1,03*** (6,22)	0,36* (1,84)	0,51*** (2,62)	0,54*** (2,76)	0,52*** (2,65)
LogVendite				10,69*** (6,14)	10,97*** (6,53)	10,89*** (6,53)	10,34*** (5,82)
Market to Book					1,67*** (4,43)	1,46*** (3,30)	1,46*** (3,31)
ROA						15,71 (0,79)	15,54 (0,79)
Star							-1,95 (-0,72)
cons	59,92	54,87	48,02	-12,63	-18,65	-18,48	-14,30
R ²	0,0219	0,0504	0,1494	0,2292	0,2635	0,2649	0,2662

* Il coefficiente è significativo al 10% (t = 1,645)

** Il coefficiente è significativo al 5% (t = 1,960)

*** Il coefficiente è significativo all'1% (t = 2,326)

In breve, si ricordano i temi che influenzavano in maniera negativa la proprietà familiare di un'impresa, ovvero: la potenziale carenza di trasparenza che può sussistere nel caso in cui la famiglia possiede e gestisce il business e il conflitto che invece può sorgere quando i due poteri (decisionali/gestionali) sono separati. In merito alla trasparenza, va notato che la variabile *Market to Book* è significativa e mostra una correlazione positiva. È verosimile che un miglioramento dello score in questa macroarea si traduca nella trasmissione di fiducia al mercato azionario. In aggiunta, se nel contesto dell'*Environment* risultava meno efficace e fattibile migliorarsi con l'esperienza, invece, nell'ambito *Governance* la variabile *EsgAge* è molto significativa e correlata positivamente. Quindi, in un contesto aziendale in cui le questioni di governance sono gestite in modo ottimale, è inevitabile che anche il fatturato ne trae beneficio, come indicato dalla notevole rilevanza e correlazione positiva della variabile *LogVendite* in tutti i modelli di regressione.

4.3 – Test d’ipotesi su più coefficienti: proprietà e gestione familiare dell’impresa

Nella presentazione del database in analisi, sono state esposte variabili volte a catturare la sovrapposizione tra la proprietà e la gestione dell’impresa. Di conseguenza, nei successivi modelli di regressione si introducono e spiegano eventuali correlazioni tra queste variabili e la specifica variabile d’interesse. Nell’introdurre la *tabella 4.5*, si precisa che sono state mantenute solo le variabili più significative individuate nelle precedenti analisi. Tra le nuove variabili introdotte, emergono “*LogEmolumenti*” e “*Ceo Age*”, che rappresentano caratteristiche salienti della figura manageriale in esame.

Tabella 4.5, Modelli di regressione OLS con variabili indipendenti Family e FamCEO

Modello di regressione	ESG	E	S	G
Family	-2,58 (-1,24)	-0,33 (-0,11)	-1,10 (-0,48)	-5,79** (-2,13)
FamCEO	-1,43 (-0,67)	-6,82** (-2,27)	-0,99 (-0,40)	0,50 (0,16)
LogEmolumenti	1,80 (1,12)	-0,03 (-0,01)	3,24* (1,79)	1,74 (0,85)
Ceo Age	0,04 (0,39)	-0,03 (-0,21)	0,35*** (3,28)	-0,19 (-1,42)
EsgAge	0,38*** (2,44)	0,04 (0,16)	0,42** (2,21)	0,55*** (2,80)
LogVendite	14,24*** (8,43)	22,49*** (10,55)	12,42*** (5,90)	10,35*** (5,55)
Market to Book	0,91*** (2,77)	-0,02 (-0,05)	0,78** (2,03)	1,64*** (4,01)
cons	-45,04*** (-3,92)	-80,75*** (-4,79)	-56,50*** (-4,01)	-14,00 (-0,99)
F-value	2,00	3,10	0,37	2,83
(p-value)	(0,14)	(0,05)	(0,69)	(0,06)
R ²	0,4665	0,4194	0,3793	0,2678

* Il coefficiente è significativo al 10% (t = 1,645)

** Il coefficiente è significativo al 5% (t = 1,960)

*** Il coefficiente è significativo all’1% (t = 2,326)

Per concludere se *FamCEO* è correlato in modo significativo con la variabile d’interesse, non è sufficiente guardare solo il t-value. È necessario condurre un test specifico che tenga conto della domanda di ricerca che coinvolge due variabili rappresentative, *Family* e *FamCEO*. Uno dei test più comuni per valutare l’effetto combinato di più variabili in un modello di regressione è il test F, riportato alla penultima riga. Il valore di riferimento del F-

value per la significatività al 5% è 3, tuttavia per semplicità tra parentesi è associato il valore p-value già utilizzato in precedenza. In questo contesto, si deduce che almeno una delle variabili indipendenti risulta essere significativa nel contesto del rating associato ai pilastri dell'Environment e della Governance. In accordo con le conclusioni emerse dall'analisi precedente basata su una singola variabile indipendente (*Family*), si osserva una consistenza nei risultati, confermando che l'attributo familiare di un'impresa incide significativamente nella valutazione dei punteggi relativi alle suddette aree. Anche le variabili economiche ed anagrafiche selezionate dall'analisi precedente seguono le stesse conclusioni: con il valore del fatturato (*LogVendite*) che ha un impatto significativo in ogni caso, mentre *EsgAge* e *Market to book* non sono determinanti solo nel calcolo del punteggio delle prestazioni ambientali. Per quanto riguarda le variabili specifiche relative al CEO, la loro significatività positiva si evidenzia solamente nel contesto delle iniziative nell'ambito sociale. In generale, i CEO che percepiscono compensi più elevati e che vantano un'esperienza più ampia sembra dedicare una maggiore attenzione alla gestione della reputazione attraverso iniziative a sfondo sociale.

Con la *tabella 4.6* si lavora su un modello più specifico con le variabili indipendenti *Family* e *FondatoreCEO*. Quest'ultima è una variabile binaria che vale 1 se il fondatore dell'impresa ricopre anche il ruolo di CEO, altrimenti assume valore 0.

Tabella 4.6, Modelli di regressione OLS con variabili indipendenti *Family* e *FondatoreCEO*

Modello di regressione	ESG	E	S	G
Family	-4,18*** (-2,33)	-6,04** (-2,28)	-2,72 (-1,34)	-5,39** (-2,18)
FondatoreCEO	-5,65** (-2,06)	-15,54*** (-3,78)	-7,03** (-2,15)	0,98 (0,30)
LogEmolumenti	1,98 (1,29)	0,05 (0,02)	3,57** (2,07)	1,75 (0,84)
Ceo Age	0,08 (0,86)	0,09 (0,69)	0,40*** (3,82)	-0,19 (-1,47)
EsgAge	0,37*** (2,45)	0,03 (0,14)	0,40** (2,17)	0,55*** (2,84)
LogVendite	13,42*** (7,59)	20,37*** (8,98)	11,36*** (5,28)	10,48*** (5,22)
Market to Book	1,17*** (3,97)	0,80* (1,81)	1,08*** (3,01)	1,58*** (4,01)
cons	-43,09*** (-3,80)	-74,31*** (-4,63)	-54,37*** (-3,95)	-14,43 (-1,01)

F-value	3,93	8,69	2,71	2,96
(p-value)	(0,02)	(0,00)	(0,07)	(0,05)
R ²	0,4739	0,4414	0,3895	0,2679

* Il coefficiente è significativo al 10% (t = 1,645)

** Il coefficiente è significativo al 5% (t = 1,960)

*** Il coefficiente è significativo all'1% (t = 2,326)

Si procede all'approfondimento dell'analisi al fine di determinare se l'intersezione tra il potere decisionale e la proprietà rappresenti un fattore determinante nel valutare le performance in ambito ESG quando il CEO coincide con il fondatore dell'impresa. Facendo riferimento al valore di p-value del test F si osserva che la coppia di variabili d'interesse risulta significativa sia nel calcolo complessivo dello score ESG che nelle singole macroaree. La correlazione presenta un segno negativo, il che suggerisce che le imprese familiari gestite direttamente dal fondatore tendono ad essere più prudenti nel concedere investimenti per migliorarsi e potrebbero manifestare una minore competitività nel contesto etico-sociale rispetto alle imprese non familiari.

Infine, la *tabella 4.7* amplia l'analisi in modo più generale includendo, come variabile indipendente, oltre alla variabile *Family*, la variabile booleana *FondatoreCda*.

Tabella 4.7, Modelli di regressione OLS con variabili indipendenti Family e FondatoreCda

Modello di regressione	ESG	E	S	G
Family	-3,39** (-1,96)	-3,97 (-1,56)	-1,69 (-0,85)	-5,48*** (-2,32)
FondatoreCda	-4,43** (-2,22)	-14,53*** (-5,10)	-3,88* (-1,72)	2,12 (0,83)
LogEmolumenti	1,58 (1,03)	-1,04 (-0,45)	3,09* (1,79)	1,82 (0,89)
Ceo Age	0,02 (0,19)	-0,09 (-0,76)	0,33*** (3,15)	-0,18 (-1,34)
EsgAge	0,39*** (2,62)	0,07 (0,34)	0,42** (2,31)	0,55*** (2,86)
LogVendite	13,45*** (8,23)	20,00*** (10,21)	11,72*** (5,73)	10,74*** (5,48)
Market to Book	1,01*** (3,29)	0,39 (0,83)	0,86*** (2,37)	1,59*** (4,08)
cons	-36,61*** (-3,25)	-52,35*** (-3,37)	-49,21*** (-3,47)	-17,95 (-1,20)
F-value	4,43	15,80	1,84	3,40
(p-value)	(0,01)	(0,00)	(0,16)	(0,03)
R ²	0,4775	0,4742	0,3865	0,2697

* Il coefficiente è significativo al 10% (t = 1,645)

** Il coefficiente è significativo al 5% (t = 1,960)

*** Il coefficiente è significativo all'1% (t = 2,326)

Questa volta, l'analisi della gestione dell'impresa non si limita alla figura del CEO, ma si estende all'indagine sulla presenza del fondatore come membro del Consiglio di Amministrazione (Cda). Le variabili d'interesse emergono come fattori determinanti nel processo di valutazione dei rating in tutti i contesti considerati, ad eccezione della macroarea relativa alle iniziative sociali. Tale constatazione evidenzia la presenza di differenze significative nei punteggi ESG tra imprese familiari e non familiari, fatta eccezione per il pilastro S.

4.4 – Conclusioni

Giunti alla conclusione, si ricorda che la presente trattazione si è proposta di esaminare, a partire dalle definizioni storiche e convenzionali dei concetti chiave pertinenti, le possibili disparità nei rating ESG riscontrate tra imprese di natura familiare ed altre di natura non familiare. Dalla prima analisi di regressione, con il punteggio ESG aggregato, non si osservano disparità nelle performance tra i due tipi di gruppi d'impresa all'interno del campione. Tuttavia, le differenze emergono invece nel caso in cui si esaminano i modelli di regressione per le singole macroaree. Infatti, partendo dal contesto *Environment*, risultano importanti e significative differenze nei punteggi delle imprese. Apparentemente, la correlazione negativa suggerisce che le imprese familiari potrebbero avere una minore efficienza in termini di gestione delle emissioni. La conclusione è messa in discussione se si considerano i diversi settori in cui operano le imprese familiari, le loro risorse finanziarie e i valori assoluti delle variabili che misurano le emissioni di CO₂. Passando alla macroarea S, dedicata alla valutazione delle attività sociali, con il modello di regressione non si rilevano differenze significative nei punteggi tra imprese familiari e non familiari. Questo indica che l'attenzione e la tutela degli stakeholders è un tema condiviso per le imprese, indipendentemente dal tipo di proprietà. Infine, analizzando la *Governance* delle imprese nel campione sorgono delle inefficienze per le imprese familiari rispetto alle imprese con capitale diffuso. Si manifestano quelli che sono stati definiti, nel secondo capitolo dell'elaborato, i *problemi di agenzia*. Al netto delle conclusioni, emerge un impegno collettivo da parte delle imprese nei confronti del pianeta, della collettività e dei propri portatori di interesse, indipendentemente dalle risorse a loro disposizione. Le motivazioni che hanno

spinto le imprese ad adottare un approccio particolare verso i temi della sostenibilità non sono del tutto chiare, sebbene si riconosca il grande ruolo svolto dalle istituzioni europee in questo contesto. Riflettendo sui risultati complessivi, gli organi governativi potrebbero intervenire per sostenere le imprese di minori dimensioni, come quelle familiari, nell'aumentare la loro competitività sul fronte ambientale. Inoltre, nel contesto specifico delle imprese familiari, sarebbe auspicabile superare le asimmetrie informative al fine di migliorare la valutazione della governance e ottenere una maggiore credibilità.