



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale
in Amministrazione, Finanza e Controllo

Tesi di Laurea

IPO e CSR disclosure:
analisi e confronto del livello di underpricing in
funzione della comunicazione della
responsabilità sociale d'impresa

Relatrice

Ch.ma Prof.ssa Gloria Gardenal

Correlatore

Ch.mo Prof. Massimo Buongiorno

Laureanda

Giulia Zennaro

Matricola 861881

Anno Accademico

2020 / 2021

INDICE

INDICE DELLE FIGURE E DELLE TABELLE

Ringraziamenti

INTRODUZIONE	1
CAPITOLO I - LA CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR)	5
1.1 Cenni introduttivi	5
1.2 Definire la CSR	6
1.3 Fatti e ragioni che hanno alimentato lo sviluppo della CSR	12
1.4 Origine ed evoluzione del concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa: una review della letteratura	13
<i>1.4.1 La CSR in Italia</i>	<i>23</i>
1.5 I benefici generati dall'adozione di pratiche socialmente responsabili	25
1.6 Alcune critiche alla CSR	27
1.7 Misurare la Corporate Social Responsibility	29
CAPITOLO II - LA DISCLOSURE NON FINANZIARIA: STRUMENTI E LINEE GUIDA	33
2.1 Cenni introduttivi	33
2.2 Comunicare la responsabilità sociale	35
<i>2.2.1 Gli strumenti di rendicontazione sociale</i>	<i>36</i>
<i>2.2.1.1 Il Bilancio Sociale</i>	<i>37</i>
<i>2.2.1.2 Il Bilancio Ambientale</i>	<i>40</i>
<i>2.2.1.3 Il Bilancio di Sostenibilità</i>	<i>41</i>
<i>2.2.1.4 Il Report Integrato (IR)</i>	<i>43</i>
2.3 Costi e benefici della disclosure non finanziaria	47

2.4 Legislazione comunitaria e nazionale in materia di disclosure non finanziaria: la Direttiva 2014/95/UE e il D.Lgs. n. 254/2016	52
2.4.1 <i>La Dichiarazione di carattere non finanziario (DNF).....</i>	54
2.4.1.1 <i>L'ambito soggettivo.....</i>	55
2.4.1.2 <i>L'ambito oggettivo.....</i>	56
2.4.1.3 <i>Pubblicità della dichiarazione.....</i>	57
2.4.1.4 <i>Responsabilità e verifica della conformità della dichiarazione.....</i>	57
2.4.1.5 <i>Profili sanzionatori.....</i>	58
2.5 GRI - Global Reporting Initiative.....	60
2.5.1 <i>La nuova versione delle linee guida GRI: i "GRI Standards".....</i>	62
2.6 La CSR disclosure e le performance economico-finanziarie.....	71
 CAPITOLO III – L'INITIAL PUBLIC OFFERING: LA SCELTA DI QUOTARSI	73
3.1 Introduzione	73
3.2 Perché una società sceglie di quotarsi?	74
3.3 La Borsa	79
3.4 Il processo di IPO.....	80
3.4.1 <i>La valutazione delle società ai fini dell'IPO.....</i>	80
3.4.2 <i>Le fasi del processo di quotazione.....</i>	82
3.4.2.1 <i>La pianificazione dell'operazione di quotazione.....</i>	84
3.4.2.2 <i>La fase di due diligence e di preparazione alla quotazione.....</i>	85
3.4.2.3 <i>La fase esecutiva.....</i>	87
3.4.2.4 <i>Ammissione alla quotazione e pricing.....</i>	87
3.4.2.5 <i>Avvio della negoziazione e stabilizzazione del prezzo delle azioni.....</i>	88
3.5 I soggetti coinvolti nel processo di IPO	89
3.6 Strumenti alternativi di accesso al mercato dei capitali	93
3.7 CSR e quotazione	94
 CAPITOLO IV – IL FENOMENO DELL'UNDERPRICING E LA DISCLOSURE NON FINANZIARIA.....	96

4.1 Introduzione	96
4.2 La determinazione del prezzo di offerta	96
4.2.1 <i>Bookbuilding</i>	97
4.2.2 <i>Prezzo di offerta fisso</i>	98
4.2.3 <i>Auction</i>	99
4.3 L'underpricing	99
4.4 L'underpricing nella letteratura: tentativi di spiegare tale fenomeno	101
4.5 CSR disclosure e IPO underpricing	106
CAPITOLO V – ANALISI EMPIRICA	109
5.1 Introduzione	109
5.2 Domanda di ricerca e ipotesi	110
5.3 Costruzione del dataset	111
5.4 Metodologia di ricerca	114
5.5 La misurazione del livello di disclosure	115
5.6 Le variabili utilizzate per l'analisi multivariata	120
5.6.1 <i>La variabile dipendente</i>	120
5.6.2 <i>Le variabili indipendenti di interesse</i>	121
5.6.3 <i>Le variabili indipendenti di controllo</i>	122
5.6.4 <i>Le variabili dummy</i>	124
5.7 Test statistici e il modello di regressione	126
5.7.1 <i>Le statistiche descrittive</i>	126
5.7.2 <i>Il test statistico Kruskal-Wallis</i>	129
5.7.3 <i>Modello di regressione lineare multipla</i>	132
5.8 Risultati ottenuti	137
5.9 Limiti della ricerca	138

CONCLUSIONI.....	140
APPENDICE A – COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE DI SOCIETÀ OGGETTO DI STUDIO	144
APPENDICE B – TABELLA DEGLI INDICATORI GRI.....	147
BIBLIOGRAFIA	158
SITOGRAFIA.....	188

INDICE DELLE FIGURE E DELLE TABELLE

FIGURE

Figura 1. La piramide di Carroll.....	20
Figura 2. Panoramica sui GRI Standards.....	66
Figura 3. Criteri per la redazione di un report di sostenibilità in conformità ai GRI Standards.....	67
Figura 4. Overview delle fasi salienti del processo di quotazione.....	83
Figura 5. Suddivisione delle società per settore di appartenenza.....	112
Figura 6. Suddivisione dell’informativa non finanziaria.....	113

TABELLE

Tabella 1. Tabella riassuntiva della content analysis	116
Tabella 2. Tasso di adozione medio dello Standard GRI 102 (2014-2020)	118
Tabella 3. Tasso di adozione medio dello Standard GRI 103 (2014-2020)	119
Tabella 4. Tasso di adozione medio delle Serie GRI 200, GRI 300, GRI 400.....	120
Tabella 5. Campione di IPO per ogni anno e underpricing medio.....	121
Tabella 6. Riassunto delle statistiche descrittive.....	126
Tabella 7. Matrice di correlazione.....	128
Tabella 8. Kruskal-Wallis test.....	130
Tabella 9. Modello di regressione lineare multipla per l’underpricing.....	133
Tabella 10. Modello di regressione per l’underpricing con suddivisione delle società in due sottogruppi.....	136
Tabella 11. Composizione del campione di società oggetto di studio.....	144
Tabella 12. GRI Sustainability Reporting Standards 2016 (GRI Standards)	147
Tabella 13. Specific Standard disclosures for the sector (GRI).....	152

RINGRAZIAMENTI

Vorrei ringraziare innanzitutto la Ch.ma Prof.ssa Gloria Gardenal, relatrice di questa tesi, che mi ha seguita e supportata con il suo prezioso aiuto e i suoi suggerimenti nella stesura di questo elaborato a conclusione del mio percorso di studi magistrale.

Ringrazio inoltre la mia famiglia che mi ha sostenuta durante questo lungo percorso e che mi è sempre stata vicina.

Ringrazio anche tutte le persone che durante questi anni ho avuto occasione di conoscere e con cui ho lavorato che, in qualche modo, mi hanno insegnato qualcosa e aiutata a crescere.

Ringrazio, infine, l'Università Ca' Foscari di Venezia per questi cinque anni, per le opportunità che offre ai suoi studenti e per le molteplici occasioni che mi fornito per mettermi in gioco e apprendere ogni giorno qualcosa di nuovo.

INTRODUZIONE

Negli ultimi tre decenni si è registrata una crescente consapevolezza da parte delle imprese sui temi della responsabilità sociale, in termini di effetti che l'attività aziendale può avere sulla società, tanto che questo ha portato ad integrare pratiche socialmente responsabili nelle scelte di gestione aziendale. L'attività aziendale, infatti, va a impattare su tre dimensioni: economica, sociale e ambientale.

L'interesse verso il *topic* della sostenibilità non riguarda solo le imprese, ma anche gli accademici e ricercatori che hanno iniziato a pubblicare numerosi articoli e testi su tale argomento, individuandone diversi paradigmi e interpretazioni. Tutto questo in un'ottica di maggior attenzione da parte degli *stakeholder* al comportamento delle società e all'impatto dell'attività aziendale, orientata verso un successo di lungo termine.

Questa recente tendenza può essere riassunta utilizzando l'acronimo CSR (*Corporate Social Responsibility*), che individua la responsabilità di un'organizzazione verso i valori etici, le norme giuridiche, la qualità dell'ambiente, la dignità delle persone. Inoltre, la responsabilità sociale non è una funzione residuale e secondaria dell'impresa, ma deve diventare la missione principale, l'obiettivo che la costituisce e la giustifica.

Questo tema si presenta come estremamente complesso e trasversale, ricco di interconnessioni con altri campi d'indagine, quali l'etica d'impresa, la *corporate governance*, i sistemi di controllo e la strategia.

Un presupposto di fondo della CSR è il concetto di *accountability*, termine che evoca la responsabilità informativa dell'impresa in merito ai risultati dell'azione aziendale, in maniera chiara e trasparente nei confronti di tutti gli *stakeholder*. Nel seguente elaborato, con il termine *stakeholder*, si fa riferimento ai principali cinque gruppi di portatori di interesse nei confronti dell'attività dell'organizzazione; tali sono i proprietari (azionisti), i dipendenti, i clienti, le comunità locali e la società in generale.

Nonostante la mole di lavori e di autori che si sono concentrati sul tema, ad oggi, non ne esiste un'unica definizione comune e largamente condivisa, lasciando ancora aperto il dibattito su possibili *framework*, teorie e strategie aziendali per implementare la CSR. Inoltre, sebbene vi siano numerosi studi che hanno tentato di verificare l'esistenza di una connessione tra la comunicazione della sostenibilità e le performance finanziarie aziendali, sono relativamente ridotti quelli che, in maniera più specifica, mettono in correlazione il primo aspetto con i mercati azionari. Su questo punto, la letteratura è

ancora divisa, in quanto sono stati ottenuti risultati difformi tra loro: mentre alcuni studi segnalano una relazione positiva, altri osservano che questa sia inesistente.

Questo elaborato, dunque, si colloca all'interno dell'ampio filone di ricerca che studia la relazione esistente tra il livello di *disclosure* non finanziaria delle società quotate e le performance economico-finanziarie delle stesse, con alcuni elementi di differenziazione:

1. il campione scelto per l'analisi può essere a sua volta suddiviso in due sottogruppi, di cui si intende confrontare i risultati: uno costituito dalle società che al momento della quotazione redigono il report di sostenibilità e l'altro da organizzazioni che invece non lo predispongono;
2. la focalizzazione è sull'IPO *underpricing* e in particolar modo si vuole studiare se la rendicontazione non finanziaria possa contribuire a ridurre il livello, dal momento che si migliora la trasparenza e si limita l'asimmetria informativa.

Di conseguenza, la domanda di ricerca a cui con questo elaborato ci si prefigge di rispondere è duplice. La divulgazione di informazioni legate al tema della sostenibilità, effettuata mediante dei documenti quali il report di sostenibilità e la Dichiarazione di carattere non finanziario (DNF), può influenzare la performance delle società di nuova quotazione e in particolar modo contribuire a ridurre il livello di *underpricing* nel primo giorno di quotazione? Questa affermazione muove dalla constatazione che la quotazione, in quanto cambiamento esogeno del contesto di mercato, ha un impatto significativo sulla scelta di divulgazione dell'impegno di una società relativamente ai temi della responsabilità sociale e ambientale.

E ancora ci si chiede: nello specifico, qual è la componente, nell'ambito delle cinque macro-dimensioni (informativa generale, modalità di gestione, ambito economico, ambito ambientale e ambito sociale) previste dal Global Reporting Initiative (GRI) nelle linee guida divulgate nel 2016, che ha un maggior potere esplicativo del livello di *underpricing*? Prima di approcciarsi a questa intricata relazione, si ritiene opportuno definire il concetto di CSR e ripercorrere con un *excursus* l'evoluzione della formulazione della definizione di tale concetto, in particolare nel corso degli ultimi 100 anni. Quindi, nel primo capitolo si compie una *review* della letteratura dell'ultimo secolo sul tema, presentandone il *background* teorico.

Successivamente, nel Capitolo II, ci si focalizza sul *topic* del *reporting* della sostenibilità, in particolar modo analizzando le novità e gli obblighi introdotti dalla normativa europea e dal suo recepimento nell'ordinamento italiano. Lo studio della *disclosure*

dell'informativa volontaria di carattere non finanziario ha un duplice significato, dal momento che non è importante solo per il mondo accademico, ma anche per le parti interessate sui mercati finanziari. Bisogna prestare attenzione però a un punto essenziale: ciò che è fondamentale non è solo la quantità di informazioni rese pubbliche e la loro disponibilità, ma soprattutto la loro attendibilità.

Nei Capitoli III e IV si approfondisce la seconda macro-tematica centrale di questo elaborato, ovvero il tema dell'IPO e in particolare il fenomeno dell'*underpricing*. Nel terzo capitolo, dunque, si indagano i benefici e i costi derivanti dalla decisione di passare da una gestione privata a una sottoscrizione pubblica del proprio capitale da parte di una società e si compie un *excursus* analizzando le diverse fasi che compongono l'iter per il *public listing*. Nel quarto capitolo, invece, ci si focalizza esclusivamente sulle modalità di fissazione del prezzo di emissione delle nuove azioni e sul fenomeno dell'*underpricing*, un'anomalia che si registra il primo giorno di negoziazione delle azioni di una società sui mercati dei capitali.

Tale scelta deriva dall'individuazione del legame esistente tra il tema della trasparenza e dell'asimmetria informativa, che costituisce una delle principali criticità che sorge al momento in cui una società sceglie di emettere titoli destinati al pubblico, e lo sconto all'emissione.

Dopo aver posto le basi per meglio comprendere l'analisi empirica e individuare gli interrogativi a cui si intende rispondere nel corso di questo elaborato, nell'ultimo capitolo, si costruisce il *dataset* di riferimento (IPO avvenute tra il 2015 e il 2020 su Borsa Italiana) e si procede adottando un duplice approccio. Prima di tutto si utilizza il metodo della verifica di ipotesi, finalizzato a confrontare l'*underpricing* medio di due diversi campioni di società, con l'obiettivo di verificare l'ipotesi per cui il livello di *underpricing* delle società che redigono il bilancio di sostenibilità è significativamente diverso rispetto a quello delle organizzazioni che non lo predispongono. In un secondo momento, si procede alla costruzione di un modello di regressione, declinato in due diverse versioni, in cui il livello di *underpricing*, registrato per ciascuna società, costituisce la variabile dipendente. Tra le variabili esplicative del modello, invece, si individua l'indice di *disclosure* (ID) relativo alle cinque dimensioni degli standard GRI, calcolato attraverso una *content analysis* del bilancio di sostenibilità o di un altro documento ad esso equivalente e sommando il numero di elementi comunicati per ciascuna di esse. Infine, il modello di regressione è completato inserendo delle variabili di controllo, mutate dai precedenti studi in materia

di *underpricing*, e delle variabili *dummy*. Lo scopo perseguito è quello di individuare, attraverso tale modello di regressione multipla, quale indicatore abbia il maggior potere esplicativo della variabile dipendente.

CAPITOLO I - LA CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY (CSR)

1.1 Cenni introduttivi

Tra gli obiettivi più generali perseguiti da un'impresa, si può riconoscere senza dubbio quello della massimizzazione del profitto¹. Tuttavia, fermo restando il fatto che l'economicità sia una condizione necessaria per la sopravvivenza aziendale nel medio-lungo periodo, il contesto economico e sociale risulta essere profondamente cambiato. Ciò che appare evidente, infatti, in presenza di un'economia fortemente globalizzata in cui i confini tra gli Stati sono sempre più labili, è la necessità di integrare il successo dal punto di vista economico con i temi della sostenibilità ambientale e sociale, che risultano essere concetti interdipendenti. Non è più pensabile quindi, per un'impresa, separare l'attività economica e gli effetti che questa può provocare sulla società e sull'ambiente circostante. Infatti, allo stato attuale, essa non può più vestire solo i panni del "protagonista economico", ma deve anche rispettare la serie di obblighi e doveri verso la collettività, acquisendo anche il ruolo di "protagonista sociale". Anzi, la CSR diventa un punto di forza funzionale al raggiungimento dell'affermazione sul mercato, tanto da divenire parte integrante della strategia dell'impresa e delle scelte di *governance*, e rappresenta un *driver* di creazione di valore per tutti i portatori di interesse. La *Corporate Social Responsibility* nasce, perciò, da una nuova consapevolezza/coscienza che ha determinato un cambio di prospettiva e ha esteso l'attenzione delle organizzazioni a tutti coloro che sono coinvolti nell'attività della stessa.

In letteratura ci si è concentrati in maniera sempre più diffusa sull'impatto che la responsabilità sociale ha sulle performance aziendali, tanto che sono state proposte numerose concettualizzazioni e declinazioni dell'argomento.

¹ Adam Smith, nell'opera "*An inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*" in cui viene analizzato il rapporto tra società ed economia, enfatizza il concetto secondo cui lo scopo unico di un'impresa è quello di conseguire un profitto. Tuttavia, questo non significa che i consumatori non beneficino dell'impegno degli attori economici, dal momento che la redditività aziendale è direttamente connessa al soddisfacimento dei bisogni di questi soggetti, indipendentemente dal carattere egoistico dell'agire imprenditoriale.

1.2 Definire la CSR

L'acronimo CSR si compone di tre parole: *Corporate, Social e Responsibility* e individua il rapporto tra le organizzazioni e il contesto sociale in cui esse sono inserite e operano, che comporta degli impegni sia nei confronti delle altre imprese sia nei confronti della platea di portatori di interesse.

La responsabilità dell'impresa può essere riferita a tre dimensioni:

- economica: intesa come la capacità della stessa di soddisfare le esigenze degli azionisti e degli investitori;
- sociale: il termine "società" deve essere inteso in senso più ampio come comprendente la totalità degli *stakeholder* coinvolti nella gestione aziendale o che nutrono un continuo interesse nei confronti delle imprese e del loro operato;
- ambientale: riferita al tema della gestione e tutela delle risorse naturali e dell'impatto ambientale. Questa attenzione deriva dalla constatazione che le imprese, nell'ambito dell'esercizio della propria attività istituzionale, generano delle esternalità spesso negative sull'ambiente in cui sono inserite.

Tuttavia, dal momento che può essere difficile massimizzare contemporaneamente tutte e tre le dimensioni, emerge il fatto che la sostenibilità è un processo in continuo sviluppo e che viene costantemente messo in discussione. Un'impresa è sostenibile quando riesce a ottenere allo stesso tempo livelli soddisfacenti e stabili di redditività media nel lungo periodo e creare valore duraturo per tutti gli *stakeholder*.

Da ciò si ricava che la CSR è un concetto dinamico, di interesse globale, interdisciplinare, una vera e propria leva strategica che pervade l'intera azienda. Per questo le concettualizzazioni e le teorie che si sono sviluppate nel corso del tempo sono molteplici, in quanto sono numerosi gli studiosi, in diversi contesti, che hanno discusso sul tema e che hanno adottato diverse prospettive.

La responsabilità sociale non è un argomento di nuova concezione; ciò che è recente è il modo in cui oggi essa viene definita e i consensi che ha ottenuto, in linea con lo sviluppo di una nuova idea di mercato e della percezione del rapporto tra impresa e i suoi interlocutori interni ed esterni.

Attualmente non è più sufficiente per le organizzazioni l'adeguamento ai disposti legislativi e la tensione alla generazione di un profitto, ma si chiede loro di creare valore per la società nel complesso. Questo processo è stato velocizzato, tra l'altro, dagli scandali

come quello di Enron, nel 2001, e Parmalat, nel 2003, che hanno posto l'accento su tale questione. Oggi, infatti, il sistema aziendale non è più percepito come un'entità separata dal contesto in cui opera, orientata unicamente a massimizzare i propri risultati economico-finanziari.

Il termine *Corporate Social Responsibility* (CSR) (in italiano, Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI)) viene pertanto utilizzato per riferirsi all'impegno profuso dalle organizzazioni nella gestione delle problematiche in merito alle conseguenze sociali e ambientali derivanti dalla propria attività interna e nei rapporti con la varietà dei portatori di interesse. Il Consiglio Europeo di Lisbona nel marzo 2000 ha considerato la CSR come un elemento strategico per aumentare la competitività e la coesione sociale, con lo scopo di consolidare il modello sociale europeo.

Nel 2001, all'interno del Libro Verde², la Commissione europea ha definito la responsabilità sociale come «*l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate*³». Tra le molteplici definizioni in circolazione, questa risulta essere quella comunemente accettata. Essa presenta il pregio di riassumere in maniera concisa gli elementi fondamentali di questo concetto e di porre il focus sul tema della volontarietà. Infatti, la stessa Commissione europea non riduce la responsabilità sociale al puro e semplice adempimento degli obblighi e delle prescrizioni minime di legge, ma richiede anche una crescente attenzione verso il capitale umano, l'ambiente e i rapporti con tutti i propri *stakeholder*, superando il concetto secondo cui un'impresa è tenuta a rendere conto dei risultati conseguiti solo al gruppo di azionisti.

Tuttavia, a onor del vero, le forti pressioni provenienti dalla società e dai consumatori sempre più informati ed esigenti e che preferiscono rivolgersi ad aziende etiche e responsabili, di fatto, rende l'adozione di tali pratiche una scelta "obbligata".

² Il Libro Verde si propone come obiettivo quello di lanciare un ampio dibattito a livello nazionale, europeo e internazionale e di promuovere la responsabilità sociale delle imprese in Europa, in modo che questa diventi «*l'economia della conoscenza più competitiva e più dinamica del mondo, capace di una crescita economica sostenibile accompagnata da un miglioramento quantitativo e qualitativo dell'occupazione e da una maggiore coesione sociale*». (Commissione delle Comunità Europee, 2001, p. 3).

³ Commissione delle Comunità Europee, Libro Verde (2001), «*Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale d'impresa*», Bruxelles, p. 7.

Quindi, il concetto di responsabilità sociale assume una dimensione più ampia che concilia obiettivi economici con il perseguimento del benessere sociale e la tutela ambientale nell'ambito dell'esercizio dell'attività d'impresa, secondo un approccio di tipo *Triple Bottom Line (TBL)*⁴. Il costrutto TBL cattura l'essenza della sostenibilità, determinando l'impatto dell'attività di un'organizzazione sul mondo inteso nella sua totalità. In sostanza, la *Triple Bottom Line* fornisce un quadro per misurare le prestazioni del business e il suo successo utilizzando le "linee" economiche, ambientali e sociali.

Si desume pertanto che la responsabilità di un'organizzazione sia il risultato dell'intersezione di queste tre dimensioni (economica, sociale e ambientale) poste sullo stesso piano, che comportano che essa persegua contemporaneamente obiettivi specifici relativi alle tre prestazioni, bilanciando eventuali *trade-off* emergenti.

Si richiede perciò alle imprese di conciliare contemporaneamente tre diverse esigenze in un dialogo che coinvolge una pluralità di *stakeholder*:

- la necessità per l'impresa di perseguire un obiettivo di profitto, in modo che l'attività di produzione di beni e servizi per la collettività possa essere sostenibile dal punto di vista economico;
- l'esigenza di minimizzare l'impatto ambientale dell'attività d'impresa attraverso la ricerca di nuovi processi produttivi e l'utilizzo di energie rinnovabili;
- l'impegno a livello sociale a promuovere la formazione e l'integrazione, lo sviluppo della società, la salvaguardia dei diritti umani e a fornire alle risorse umane delle condizioni di lavoro soddisfacenti.

Anche il World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) ha proposto la propria definizione di CSR, formulandola come «*continuing commitment by business to behave ethically and contribute to economic development while improving the quality of life of the workforce and their families as well as of the local community and society at large*»⁵.

⁴ Questo approccio, proposto dall'imprenditore ed economista britannico John Elkington nella seconda metà degli anni '90, postula il concetto secondo cui la performance complessiva di un'impresa (ultima riga del conto economico) deve essere considerata bilanciando il suo contributo sotto tre prospettive: prosperità economica, qualità ambientale e giustizia sociale. Questo significa, perciò, che le organizzazioni nella definizione delle proprie strategie devono dare un giusto peso alle tre dimensioni: *people, planet, profit*.

⁵ Bryane, M. (2003), "Corporate Social Responsibility in International Development: An Overview and Critique", *Corporate Social Responsibility Environmental Management*, 10 (3), pp. 115-128.

Come si è detto, la CSR è un concetto dinamico in quanto rappresenta sia un mezzo che il fine di un'organizzazione: è parte integrante della strategia aziendale in base alla quale essa offre beni o servizi al mercato (mezzo), ma è anche un modo per portare in primo piano le preoccupazioni degli *stakeholder* (fine). L'integrazione della CSR nella strategia aziendale richiede al management di effettuare scelte *ad hoc*, in modo da coniugare la RSI con il *core business* e con la *mission* dell'impresa.

Dalla formulazione contenuta nel Libro Verde sopra riportata, si ricava una duplice dimensione della responsabilità sociale: una interna e una esterna. La prospettiva interna fa riferimento alle scelte dell'organizzazione relativamente ai propri dipendenti e collaboratori e in particolare riguarda la gestione del personale, la salute e la sicurezza sul posto di lavoro, la formazione e istruzione, l'assenza di discriminazioni sia per quanto riguarda la retribuzione che le opportunità di carriera professionale, la motivazione dei propri dipendenti a mettere in atto dei comportamenti socialmente responsabili. Dall'altro lato, riconoscere che la responsabilità sociale di un'impresa abbia anche una dimensione esterna significa affermare che il ruolo della stessa supera il ristretto perimetro aziendale producendo degli effetti anche sulla collettività, sulle istituzioni, sui clienti, sui fornitori, sui propri partner e sulla gestione delle risorse naturali, ampliando così il portafoglio di portatori di interesse.⁶

Sono molteplici le forme di intervento, per ciascuno degli interlocutori interni ed esterni, suggerite nel documento: dall'organizzazione di eventi all'incentivazione dell'occupazione.

Inoltre, il Libro Verde rimarca l'esigenza per le organizzazioni di adottare un approccio olistico con riferimento alla responsabilità sociale, in quanto esse sono chiamate a «integrare la responsabilità sociale alla gestione quotidiana della totalità della catena produttiva»⁷.

La diretta conseguenza di ciò è che alle imprese viene richiesto di considerare il benessere di tutti gli *stakeholder* nella propria strategia attraverso un'interazione continua con questi e non a rispondervi solo sporadicamente in reazione a stimoli esterni. Ciò significa che la CSR, in quanto elemento strategico, deve essere adottata sia da piccole-medie imprese che da multinazionali. In questo modo, le organizzazioni possono migliorare le

⁶ Commissione delle Comunità Europee, Libro Verde (2001), "Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale d'impresa", Bruxelles, pp. 8-16.

⁷ Si veda nota a piè di pagina n. 6.

performance non solo in termini di costi, ma anche a livello di percezione da parte del mercato. Infatti, sono molteplici, soprattutto negli ultimi anni, gli studi e la letteratura che hanno dimostrato questa relazione positiva. Tuttavia, è necessario specificare che, se da una parte le modalità di misurazione del valore economico di un'impresa sono ampiamente sviluppate, dall'altra la quantificazione delle performance in termini ambientali e sociali presenta ancora numerosi punti interrogativi. Per superare queste criticità, sono molteplici i documenti redatti dalle società dai quali far emergere il proprio impegno con riferimento ai temi della sostenibilità, aspetto che verrà approfondito nel dettaglio nel capitolo seguente.

Si procede invece, in questo capitolo, a delineare quali siano gli elementi che qualificano un'impresa socialmente responsabile. Tra questi si citano:

- la creazione di una *corporate identity* realizzata su un sistema di valori condivisi da interlocutori interni ed esterni;
- la limitazione dell'impatto ambientale e sociale provocato dalla propria attività imprenditoriale;
- la messa in atto di comportamenti attraverso cui contribuisce direttamente al benessere e alla crescita della società;
- l'impegno in programmi di formazione dei lavoratori rispettando il principio di parità di trattamento.

Da ciò si evince che la CSR è un concetto multidimensionale che risponde all'esigenza di adottare un "nuovo modo" di operare.

È opportuno specificare che la responsabilità sociale, così come viene intesa in questo elaborato, non è perfettamente sovrapponibile al concetto di "*charity*". Infatti, la prima non si misura in termini di beneficenza effettuata. Quest'ultima, invece, costituisce solo un'esternalizzazione della generazione dell'impatto sociale a soggetti terzi. Al contrario, un'azienda socialmente responsabile attua un approccio proattivo in cui la CSR rappresenta non solo una possibilità competitiva ma anche uno strumento di differenziazione nell'ambito del contesto in cui opera. Ne deriva che sono escluse da questa definizione tutte quelle attività che sono realizzate con il mero scopo di migliorare la percezione dell'immagine istituzionale.

Già Porter e Kramer (2006)⁸ avevano evidenziato come la CSR potesse essere considerata non solo come un costo o un obbligo, ma come un'opportunità e una fonte di vantaggio competitivo a tutti gli effetti, dal momento che il business e la società sono due realtà interdipendenti. Questa relazione si articola in una prima fase in cui si ha il prelievo a monte delle risorse economiche da impiegare nel processo produttivo che verranno, in un secondo momento, reimmesse nel sistema a valle, una volta che tale ciclo sarà terminato e si sarà generato valore secondo una logica "win-win".

Strettamente connesso al tema della *Corporate Social Responsibility* è quello di sviluppo sostenibile. Lo sviluppo sostenibile, così come viene definito nel 1987 all'interno del Rapporto Brundtland⁹, è «*quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità alle generazioni future di soddisfare i propri*»¹⁰. Questa definizione non è distante dall'attività dell'impresa, in quanto integra i tre pilastri dell'attività umana (ambiente, economia e bisogni sociali) che sono alla base dello sviluppo sostenibile. Ciascuna organizzazione, in quanto istituzione sociale, deve essere consapevole e attenta all'impatto che la propria attività ha sull'ambiente circostante e sul contesto in cui si inserisce, perciò lo sviluppo sostenibile deve necessariamente essere collocato nel novero delle responsabilità aziendali (Gallino, 2005, pp. 200-201).

Una formulazione più recente, pubblicata nel 2010 e contenuta nelle Linee Guida UNI ISO 26000, definisce la responsabilità sociale come «la responsabilità da parte di un'organizzazione per gli impatti delle sue decisioni e delle sue attività sulla società e sull'ambiente, attraverso un comportamento etico e trasparente che: contribuisce allo sviluppo sostenibile, inclusi la salute ed il benessere della società; tiene conto delle aspettative degli *stakeholder*; è in conformità con la legge vigente e coerente con le norme internazionali di comportamento; ed è integrata in tutta l'organizzazione e messa in pratica nelle sue relazioni» (ISO 26000, 2010).

⁸ Porter, M. E., Kramer, M. R. (2006), "Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility", *Harvard Business Review*, 84, pp. 78-92.

⁹ Documento pubblicato nel 1987 dalla Commissione Mondiale sull'Ambiente e sullo Sviluppo (WCED) in cui viene introdotta per la prima volta la definizione di sviluppo sostenibile. Tale rapporto prende il nome dalla presidente del WCED Gro Harlem Brundtland.

¹⁰ World Commission on Environment and Development (1987), *Our Common Future*, disponibile a <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>.

Riassumendo, nel quadro attuale, il termine CSR si è arricchito di significati, acquisendo progressivamente maggiore organicità. Perciò, quando si fa riferimento all'attuazione di comportamenti responsabili, si deve adottare un approccio olistico che contemperi tre aspetti della gestione d'impresa - economico, sociale e ambientale - e che risponda alle esigenze degli *stakeholder*, includendo anche il benessere delle generazioni future.

1.3 Fatti e ragioni che hanno alimentato lo sviluppo della CSR

Le principali forze che stanno guidando la *Corporate Social Responsibility* (CSR) in prima linea nell'ambito del pensiero strategico aziendale sono:

- un aumento della ricchezza e del benessere della popolazione che fa sì che i consumatori possano permettersi il beneficio di scegliere tra diversi beni. Questo ha come diretta conseguenza il fatto che le aspettative che i consumatori nutrono nei confronti delle organizzazioni e della loro attività si siano modificate;
- gli scandali finanziari che hanno determinato un calo nella fiducia degli operatori del mercato;
- una maggiore preoccupazione e attenzione alle tematiche ambientali ed ecologiche. Questo elemento è strettamente legato al punto precedente in quanto, tanto più una società è facoltosa e benestante, quanto più sarà attenta all'impatto ambientale provocato dall'agire aziendale, partendo dal presupposto che le attività imprenditoriali tendono a depauperare le risorse;
- il processo di globalizzazione e lo "scontento morale" che questo ha generato. Oggigiorno le imprese operano su scala mondiale, il che accresce la complessità nella comprensione delle disuguaglianze culturali e dei diversi impianti normativi;
- il libero accesso alle informazioni che è reso possibile grazie a internet e ai *mass media* in generale. Questo fa sì che in maniera molto rapida venga posta l'attenzione a livello globale sulle mancanze aziendali in materia di responsabilità sociale o in caso di passi falsi;
- l'immagine e la reputazione dell'impresa; questi elementi rappresentano un punto fondamentale per il mantenimento del vantaggio competitivo nel lungo termine. Tuttavia, questo si presenta come molto precario se si considera soprattutto, come si è detto, la circolazione istantanea delle informazioni su scala mondiale, che potrebbe far perdere in breve tempo la reputazione acquisita da un'impresa.

L'economista Stefano Zamagni ha imputato l'esplosione della tematica della responsabilità sociale in Occidente a tre ragioni differenti:

1. la proliferazione di società appartenenti al cosiddetto terzo settore;
2. la perdita del radicamento spaziale come conseguenza del processo di globalizzazione che ha portato a una destrutturazione dell'attività aziendale;
3. lo sviluppo della figura del consumatore-cittadino: si tratta di un consumatore critico nelle proprie scelte di acquisto, che non accetta in maniera passiva le proposte offertegli e che supera il concetto di rapporto qualità-prezzo¹¹.

Nonostante la sviluppata attenzione dei consumatori alle implicazioni sociali delle proprie scelte, come suggerisce la Commissione europea¹², sono ancora molteplici le perplessità che sono state sollevate. Infatti, essa sottolinea il permanere di ostacoli significativi quali «l'insufficiente sensibilizzazione, la necessità, a volte, di pagare un sovrapprezzo e l'assenza di un facile accesso necessario per compiere scelte informate».

1.4 Origine ed evoluzione del concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa: una review della letteratura

Nel corso del tempo numerose sono state le definizioni di CSR proposte dagli accademici e dagli studiosi, i quali hanno tentato di rispondere alla domanda: "Che cosa significa, in epoca moderna, per un'impresa essere socialmente responsabile?".

Il concetto di responsabilità sociale d'impresa ha radici molto lontane se si pensa che i primi ragionamenti e la pubblicazione dei primi testi risalgono al periodo compreso tra la seconda metà del XVIII e l'inizio del XIX secolo, con l'avvento della Rivoluzione Industriale. In questi anni, le imprese iniziano a rendersi conto delle conseguenze della loro attività sui minori, sul lavoro femminile e sulle condizioni lavorative in generale (Mosca e Civera, 2017, pag. 18), portando avanti la possibilità di implementare delle attività e programmi che potessero risolvere o limitare queste problematiche.

¹¹ Zamagni, S. (2003), "L'impresa socialmente responsabile nell'epoca della globalizzazione", *Notizie di Politeia*, XIX, 72, pp. 28-42.

¹² Commissione europea (2011), *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. A renewed UE strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility*, disponibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011DC0681>.

Nonostante tali preoccupazioni si siano sviluppate fin dal momento della nascita delle prime forme di imprese evolute, bisognerà attendere ancora circa cento anni affinché il termine CSR entri effettivamente nel lessico aziendale.

In questo contesto storico, uno dei lavori pionieristici è quello di John Maurice Clark, economista statunitense, che si fa portavoce del concetto secondo cui ciascuno, con le proprie scelte, può esercitare un'influenza su quelle di altri soggetti; pertanto sottolinea la necessità di integrare nell'agire e nell'etica imprenditoriale, in maniera volontaria, anche gli interessi del gruppo di tutti gli *stakeholder*, non per ragioni caritatevoli ma per giustizia e oltrepassando i semplici obblighi previsti dalla legge¹³.

Infatti, è negli anni '20 e '30 del secolo scorso che negli Stati Uniti nasce una nuova consapevolezza, trainata dalla crescita dimensionale delle organizzazioni, legata al ruolo che le stesse devono rivestire e all'integrazione nelle scelte manageriali delle problematiche sociali e ambientali. Simili segnali si ravviseranno in Italia solo al termine della Seconda Guerra Mondiale. Questo conflitto sconvolge comunque l'economia a livello globale, interrompendo temporaneamente il dibattito sul tema della responsabilità sociale d'impresa, che verrà ripreso al termine delle ostilità, nel periodo del boom economico.

Gli anni '50, infatti, costituiscono il periodo in cui si verifica la riaccensione dell'interesse verso queste tematiche. Proprio in questi anni si colloca convenzionalmente il primo vero e proprio contributo moderno alla teorizzazione della CSR. Questo è da attribuire all'economista Bowen¹⁴ che, sempre negli Stati Uniti, nel 1953 nel suo libro "*Social Responsibilities of the Businessman*", formalizza il concetto di *Corporate Social Responsibility*, ponendo l'accento sull'impatto che le scelte dei dirigenti hanno sulla vita della comunità in vari modi, valicando così la mera dimensione economica. Difatti, Bowen definisce l'impresa socialmente responsabile come quella che non si limita a redistribuire parte dei propri profitti, ma si impegna attivamente affinché l'efficienza dell'organizzazione si traduca in benessere per la società (Bowen, 1953). Inoltre, l'economista statunitense, descrive la CSR come un insieme di regole obbligatorie che

¹³ Clark, J. M. (1916), "The Changing Basis of Economic Responsibility", *Journal of Political Economy*, 24 (3), pp. 209-229.

¹⁴ Howard Rothmann Bowen (1908-1989), economista statunitense, è stato definito da Carroll il fondatore della CSR ed è riconosciuto da molti ricercatori come il pioniere nello studio della relazione tra impresa e società.

devono essere rispettate sia dai proprietari dell'azienda che dai manager nel momento in cui prendono decisioni o effettuano delle scelte strategiche. Tuttavia, in questa fase iniziale, questo approccio incontra alcune critiche da parte di coloro che lo ritengono solo di "facciata" e sostengono che non comporti un concreto cambiamento delle politiche interne aziendali.

A partire dagli anni '60, questo tema viene notevolmente ampliato e diventa oggetto di ricerca da parte di numerosi studiosi che enfatizzano il concetto per cui l'impresa non debba essere considerata come un'organizzazione a sé stante, ma come parte di un sistema sociale più ampio che richiede di contemperare una molteplicità di interessi, estendendo gli obblighi che fino a quel momento erano stati ricondotti solo all'uomo d'affari a tutta l'impresa. Essi, infatti, partono dal concetto di responsabilità, termine derivante dal latino *respònsus* (participio passato del verbo *respòndere*) che indica l'impegno a rispondere a qualcuno delle proprie azioni.

I CEOs delle imprese sono consapevoli dell'insoddisfazione della società in generale e per questo iniziano a rilasciare dichiarazioni con il fine di migliorare la propria immagine. Da ciò però si ricava che, in questa fase, la CSR sia ancora solamente uno strumento di relazioni pubbliche usato dai manager con l'unico scopo di deviare eventuali critiche piuttosto che una strategia integrata.

Keith Davis¹⁵, nel 1960, fornisce la definizione di "*business social responsibilities*" ed è uno dei primi a individuare quale debba essere il legame tra il concetto di responsabilità e quello di potere che il business ricopre nella società, sostenendo che la prima debba essere commisurata al secondo. Al contrario, in caso di inerzia e passività l'impresa perderebbe il proprio potere sociale e di conseguenza anche quello economico.

Questa relazione, sebbene nasca all'interno dell'azienda, può essere estesa e applicata anche al di fuori di essa. Inoltre, emerge la necessità di riconoscere che il mettere in atto un comportamento socialmente responsabile è un dovere nei confronti della comunità e non un mero far fronte alle attese della legge¹⁶. Questa nuova consapevolezza risente della nascita dei primi movimenti ambientalisti che ritenevano che le imprese avessero un ruolo centrale nelle questioni ambientali e sociali.

¹⁵ Davis, K. (1960), "Can Business afford to Ignore Social Responsibilities?", *California Management Review*, 2, pp. 70-76.

¹⁶ Davis, K. (1973), "The case for and against business assumption of social responsibilities", *The Academy of Management Journal*, 16 (2), pp. 312-322.

Nello stesso anno, William C. Frederick enfatizza per la prima volta l'importanza delle aspettative della comunità in cui si colloca un'impresa e in particolare la necessità per i *businessmen* di impiegare le risorse al fine di aumentare il benessere sociale e non solo quello circoscritto di imprese e privati¹⁷.

In questo periodo un ulteriore contributo è quello di Clarence C. Walton, a cui viene attribuito il merito di aver enfatizzato la dimensione della volontarietà nell'adozione di pratiche socialmente responsabili¹⁸.

Gli anni '70 costituiscono un decennio fecondo in quanto, grazie al processo di globalizzazione che accresce il potere delle imprese e l'intensità competitiva all'interno dei mercati, si diffonde notevolmente il tema della *Corporate Social Responsibility*. Verso la fine del 1970, prende piede l'idea che la responsabilità delle imprese superi la dimensione di obbligo di natura economica o legale e debba essere inclusa volontariamente, in modo da soddisfare le aspettative che la società nutre nei loro confronti, contribuendo ad aumentare la qualità degli standard etici; tale concetto era stato esposto da McGuire¹⁹ già nel 1963. È in questo periodo, quindi, che nascono le tecniche di *auditing* sociale e le prime formulazioni teoriche per la predisposizione dei bilanci sociali e dei codici etici.

Nel 1971, H. L. Johnson, riprendendo alcune teorie dei suoi precursori, introduce il concetto di CSR come massimizzazione, non solo delle performance aziendali, ma anche degli interessi di tutti gli *stakeholder* («*multiplicity of interests*»²⁰).

A partire da questo momento, al concetto di responsabilità vengono affiancati diversi attributi e la discussione si sposta dalle premesse teoriche all'azione, all'implementazione di un ruolo socialmente responsabile all'interno delle imprese.

In questo periodo, il dibattito viene raccolto anche dalle istituzioni, tra cui l'organizzazione statunitense Committee for Economic Development (CED), dal cui report

¹⁷ «All of this suggests strongly that when we invoke the phrase "the social responsibilities of the businessman", we mean that businessmen should oversee the operation of an economic system that fulfills the expectations of the public. And this means in turn that the economy's means of production should be employed in such a way that production and distribution should enhance total socio-economic welfare» (Frederick, 1960, p. 60).

¹⁸ Walton, C. C. (1967), *Corporate Social Responsibilities*, Wadsworth Publishing, Belmont.

¹⁹ McGuire, J. W. (1963), *Business and Society*, McGraw-Hill, New York.

²⁰ Johnson, H. L. (1971), *Business in Contemporary Society: Framework and Issues*, Wadsworth Publishing, Belmont.

emerge distintamente la necessità che le imprese si assumano più responsabilità di quelle che si erano addossate fino a quel momento, impegnandosi a contribuire al miglioramento della qualità della vita della collettività e non limitandosi solo alla produzione di beni e servizi. Da queste premesse, prende forma la definizione di RSI del CED, che si articola utilizzando tre cerchi concentrici: quello più interno (*inner circle*) si riferisce alla responsabilità dell'impresa legata all'esercizio, in maniera efficace ed efficiente, della sua tradizionale funzione economica; quello intermedio (*intermediate circle*), strettamente connesso al precedente, include dei valori sociali quali la consapevolezza e la riduzione dell'impatto ambientale; infine, il cerchio più esterno (*outer circle*) individua l'impegno dinamico dell'organizzazione nei confronti dell'ambiente in cui opera in attività diverse da quelle che le sono proprie²¹.

Intorno alla metà degli anni '70, vengono condotte le prime ricerche empiriche sulla CSR. Tra queste si cita quella di E. H. Bowman e M. Haire (1975) che, attraverso una *content analysis* degli *annual reports* di un campione di società, cercano di individuare una relazione tra la responsabilità sociale e le performance delle stesse²².

Ciò che si verifica in questi anni, infatti, è una nuova tendenza che aspira a rendere la responsabilità sociale un concetto "pratico" nel cuore delle decisioni e operazioni aziendali, finalizzato, attraverso l'uso di codici e principi, a integrare gli interessi della singola impresa con quelli di tutti gli *stakeholder*. Perciò, nel corso di questo decennio, si registra una proliferazione di definizioni e approfondimenti relativi al tema della CSR che superano definitivamente la tradizionale separazione tra sistema economico e contesto sociale esterno all'impresa.

Tra le nuove definizioni sviluppate negli anni '80, Thomas M. Jones ritiene che l'adozione di pratiche socialmente responsabili non debba essere considerata come un insieme di singoli risultati ma bensì come un processo, spostando così l'attenzione sull'implementazione di queste anziché sulla loro concettualizzazione.

È proprio dall'identificazione di una relazione tra gli interessi di tutti gli *stakeholder* e l'attività aziendale che nasce la cosiddetta "teoria degli *stakeholder*", formulata da Robert Edward Freeman nel 1984, che definisce precisamente il concetto di portatore di

²¹ Committee for Economic Development (1971), *Social Responsibilities of Business Corporations*, disponibile a [https://www.ced.org/pdf/Social Responsibilities of Business Corporations.pdf](https://www.ced.org/pdf/Social%20Responsibilities%20of%20Business%20Corporations.pdf).

²² Bowman, E. H., Haire, M. (1975), "A strategic Posture toward Corporate Social Responsibility", *California Management Review*, 18 (2), pp. 49-58.

interesse, in contrasto con la “teoria degli *shareholder*” di Milton Friedman (1970)²³. La teoria di Freeman si presenta come un punto teorico fondamentale nell’ambito della CSR evidenziando come, attraverso l’interazione con una varietà di portatori di interesse, si riescono contemporaneamente a ottenere dei risultati e a soddisfare le esigenze di questi²⁴. La “*stakeholder theory*” fonda le sue radici nella consapevolezza, diffusasi a partire dagli anni ’20, che un’organizzazione vive e interagisce con l’ambiente circostante, sia in termini fisico-geografici che sociali, come già ribadito nel paragrafo precedente.

In tal modo, grazie a questo nuovo approccio integrato, le organizzazioni sono chiamate a bilanciare gli interessi di tutti gli *stakeholder* che partecipano alla definizione dell’indirizzo generale aziendale ex ante e non più solo ex post. Questo elemento diventa una prerogativa delle imprese socialmente responsabili e giustifica il fatto che la CSR sia diventata sempre più una funzione strategica all’interno delle organizzazioni. Dunque, questa teoria nasce come un approccio di tipo strategico.

Inoltre, a rimarcare ulteriormente la necessità di superare il concetto della separazione tra imprese e società, Freeman propone di sostituire il termine “*Corporate Social Responsibility*” con “*Company Stakeholder Responsibility*” (responsabilità verso gli *stakeholder* dell’impresa)²⁵. Questa modifica, lungi dall’essere puramente semantica, costituisce una nuova interpretazione del vero scopo della CSR, indicando tutte le forme di creazione di valore per la platea di portatori di interesse da parte di tutte le tipologie di imprese.

Dagli anni ’90, il tema della RSI diventa sempre più centrale, si sviluppano diverse forme di rendicontazione e vengono introdotte a livello legislativo delle specifiche regole. Nello stesso periodo, inizia a consolidarsi la relazione esistente tra il tema della responsabilità sociale e il concetto di sostenibilità, introdotto nel già citato Rapporto Brundtland del 1987.

²³ Friedman, premio Nobel per l’economia nel 1976, nella sua teoria degli *shareholder* afferma che l’unica responsabilità dell’impresa debba essere quella di massimizzare il profitto a vantaggio soltanto degli azionisti («the Social Responsibility of business is to increase its profits»).

²⁴ Freeman, R. E. (1984), *Strategic Management: A stakeholder Approach*, Pitman, Boston.

²⁵ Freeman, R. E., Rusconi, G., Dorigatti, M. (2007), *Teoria degli stakeholder*, FrancoAngeli, Milano.

Fondamentale in questo dibattito è l'opera del 1991 di A. B. Carroll²⁶ in cui, integrando quella precedente²⁷ nella quale individua quattro stadi in cui può essere scomposta la RSI, definisce il modello della piramide dei comportamenti responsabili (Figura 1). Le quattro sotto-responsabilità, che insieme costituiscono il corpo del concetto di responsabilità sociale d'impresa, sono poste in ordine gerarchico e possono essere visualizzate graficamente nella piramide in Figura 1:

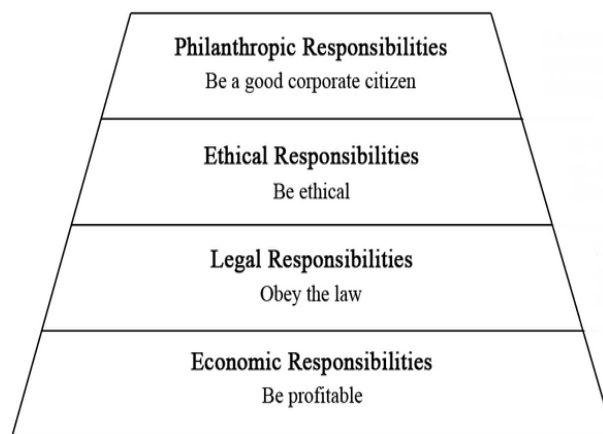
- responsabilità economica (*be profitable*): costituisce le fondamenta della piramide in quanto, storicamente, prima di ogni altra cosa, lo scopo principale di un'impresa è la creazione di profitto tramite la produzione di beni e servizi da collocare sul mercato;
- responsabilità legale (*obey the law*): un'impresa, nel suo operare, è chiamata a rispettare le leggi e le normative vigenti promulgate dai governi locali o statali;
- responsabilità etica (*be ethical*): è in costante interazione con la categoria della responsabilità legale e riflette la preoccupazione per ciò che tutti gli *stakeholder* considerano equo e che rispetta i loro diritti morali. Essa comprende tutti quei comportamenti che la società si attende da un'impresa, che però non sono necessariamente il risultato dell'adempimento di obblighi legislativi;
- responsabilità discrezionale, filantropica (*be a good corporate citizen*): essa si colloca al vertice della piramide e fa riferimento all'impegno attivo e volontario dell'organizzazione in programmi finalizzati a promuovere il benessere della comunità.

Uno dei pregi di questo modello risiede nel fatto che è in grado di rendere in maniera immediata il carattere della multidimensionalità della CSR. Infatti, nonostante queste componenti siano state trattate separatamente, non sono concetti distinti e mutualmente esclusivi ma anzi, affinché un'organizzazione possa essere considerata socialmente responsabile, queste devono essere presenti contemporaneamente ed essere strettamente connesse tra loro. Inoltre, dal citato contributo di Carroll si evince, ancora una volta, che la CSR comprende le azioni filantropiche ma non si limita a queste.

²⁶ Archie B. Carroll, celebre per il suo significativo contributo apportato alla letteratura sul tema, è uno dei primi accademici a distinguere le diverse tipologie di responsabilità di un'organizzazione, riassunte graficamente nella piramide che prende il suo nome.

²⁷ A. B. Carroll (1979), "A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance", *The Academy of Management Review*, 4, pp. 497-505.

Figura 1. La piramide di Carroll



Fonte: Carroll, A. B. (1991), "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders", *Business Horizons*, 34, pp. 39-48

Quella proposta da Carroll costituisce una concettualizzazione della RSI, ampiamente utilizzata ancora oggi, che si basa sull'idea che un'organizzazione ha una molteplicità di obblighi a cui deve far fronte, non solo di natura economica e legale ma anche di tipo etico, discrezionale e filantropico. L'implementazione di queste pratiche responsabili è influenzata e può variare in relazione alle dimensioni dell'impresa, alla filosofia gestionale, alla strategia aziendale, alle caratteristiche del settore, ecc...

Le quattro classi di responsabilità individuate da Carroll hanno rappresentato per molti studiosi, da quel momento in poi, il punto di partenza per le proprie ricerche. È infatti lo stesso Carroll che, insieme a Schwartz, nel 2003, ne apporta una modifica che consiste nella rielaborazione del concetto stesso di piramide attraverso l'eliminazione della componente delle responsabilità filantropiche, raccogliendo le obiezioni che erano state sollevate sulla formulazione del proprio modello e decidendo di inserirla nella categoria delle responsabilità etiche o di quelle economiche²⁸.

In apertura del XXI secolo vengono messe in atto tre importanti iniziative di standardizzazione a livello europeo:

²⁸ Schwartz, M., Carroll, A. B. (2003), "Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach", *Business Ethics Quarterly*, 13 (4), pp. 503-530.

- la formalizzazione del Global Compact (varato nel 2000 su proposta di Kofi Annan, ex presidente dell'ONU), con il quale l'Organizzazione delle Nazioni Unite tenta di individuare un approccio condiviso e universale alla CSR relativamente a quattro categorie di questioni (diritti umani, lavoro, tutela dell'ambiente e lotta alla corruzione);
- la diffusione delle linee guida dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), contenenti le raccomandazioni emanate dai Governi che aderiscono all'OCSE, predisposte nel 2000 e aggiornate nel 2011, rivolte alle imprese multinazionali con l'obiettivo di garantire un operato coerente con le politiche e le aspettative sociali²⁹;
- l'iniziativa dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro³⁰ (conosciuta con l'acronimo OIL in italiano o ILO, in inglese).

Inoltre, i primi anni 2000 sono segnati principalmente dal processo di globalizzazione e dalla crisi finanziaria che determinano un cambiamento delle esigenze degli *stakeholder* e la necessità per le imprese di adeguarsi a tale modificazione attraverso l'adozione di nuovi approcci.

In Europa, il primo vero e proprio documento di partenza della CSR si ritiene essere la Strategia di Lisbona del marzo 2000³¹. Nello stesso anno, viene adottata l'Agenda sociale europea, approvata dal Consiglio Europeo, in cui vengono promossi comportamenti all'interno delle imprese che rafforzino l'indirizzo della CSR.

Nel 2001, nel Libro Verde, documento della Commissione europea, viene delineata la definizione di responsabilità sociale d'impresa, citata all'inizio di questo capitolo, che ancora oggi è ritenuta essere un punto di riferimento per tutti i soggetti attivi in Europa.

²⁹ Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (2011), *Linee Guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali*, disponibile a <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesITALIANO.pdf>.

³⁰ L'International Labour Organization (ILO) è un'agenzia specializzata delle Nazioni Unite (UN) che si occupa della promozione della giustizia sociale, dei diritti umani e del lavoro, riconosciuti a livello internazionale. La *Tripartite Declaration of Principles concerning Multinational Enterprises and Social Policy* (1977) è lo strumento dell'ILO che fornisce una guida diretta per le imprese sulla politica sociale e sulle pratiche di lavoro inclusive, responsabili e sostenibili.

³¹ Il Consiglio Europeo, durante la sessione straordinaria del 23 e 24 marzo 2000 tenuta a Lisbona, definisce un nuovo obiettivo strategico, da raggiungere entro il 2010, con la finalità di sostenere l'occupazione, le riforme economiche e la coesione sociale nel contesto di un'economia basata sulla conoscenza.

Questa enunciazione viene poi ribadita da due Comunicazioni della Commissione europea nel 2002 prima e nel 2006 poi.

Nel 2002, viene istituito, su iniziativa della Commissione europea, l'”*European Multistakeholder Forum on CSR*” che offre una piattaforma di dialogo tra l'impresa e gli *stakeholder* con l'obiettivo di scambiare e far convergere esperienze e buone pratiche, migliorando la conoscenza, la trasparenza e la consapevolezza del rapporto tra CSR e sviluppo sostenibile. Al termine del suo mandato, nel 2004, il Forum predispone il report conclusivo in cui la *Corporate Social Responsibility* viene definita come «*a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interactions with their stakeholders on a voluntary basis*»³².

Nel 2006, la Commissione europea promuove l'”*Alleanza europea per la responsabilità sociale delle imprese*” che persegue la finalità di stimolare l'impegno delle imprese a favore dei temi della responsabilità, riconoscendo loro una preminenza nel processo di sperimentazione di tali pratiche.

Nel 2003, Robert Phillips, sostenitore del principio dell'equità (*principio di stakeholder fairness*), sottolinea l'importanza del tema della reciprocità individuando l'esistenza di una responsabilità dell'impresa nei confronti degli *stakeholder* ma anche quella contraria, con la funzione di ricambiare i vantaggi ricevuti. In questo modo Phillips allarga il perimetro di interesse non solo all'impresa come soggetto a sé stante ma a tutto il contesto in cui essa è inserita e con cui interagisce³³.

La Commissione europea istituisce nel 2010 la “Strategia Europa 2020” che è un programma decennale finalizzato a promuovere «una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva»³⁴.

³² European Multistakeholder Forum on Corporate Social Responsibility (2004), *Final Report and Recommendations*, disponibile a www.businesseurope.eu/sites/buseur/files/media/imported/2004-01424-EN.pdf.

³³ Phillips, R. (2003), *Stakeholder Theory and Organizational Ethics*, Berrett-Koehler Publishers, San Francisco.

³⁴ Commissione europea (2010), *Europe 2020: A European strategy for smart, sustainable and inclusive growth*, disponibile a <https://ec.europa.eu/eu2020/pdf/COMPLET%20EN%20BARROSO%20%20%20007%20-%20Europe%202020%20-%20EN%20version.pdf>.

Dopo 10 anni, l'impegno della Commissione europea continua rivedendo la definizione contenuta nel Libro Verde e ricordando che la CSR deve essere considerata come «*the responsibility of enterprises for their impacts on society*»³⁵. Da questa formulazione si evince il tentativo di integrare all'interno delle scelte strategiche anche la prassi ambientale, sociale ed etica in modo da creare un valore condiviso con tutte le parti interessate.

Come si può notare le definizioni che sono state formulate fino a questo momento in merito alla responsabilità sociale d'impresa sono molteplici, con la conseguenza che i suoi confini non sono ben definiti.

Ad oggi, la connessione tra il tema della sostenibilità e le performance aziendali risulta essere un concetto affermato. Infatti, è sempre maggiore la compenetrazione tra gli interessi aziendali con l'obiettivo di minimizzare gli impatti negativi a livello ambientale e sociale della stessa, per cui si ritiene opportuno adottare un "approccio *multistakeholder*". I diversi portatori di interesse non sono più considerati come soggetti passivi ma diventano fondamentali nell'ambito dell'attività d'impresa. Questo rappresenta un cambiamento nella cultura d'impresa che richiede che la CSR venga inserita lungo tutta la catena di fornitura e che sia integrata nel processo di ridefinizione del modello di business.

Inoltre, a partire dagli anni '90 e soprattutto negli anni 2000 si registra una progressiva tendenza allo spostamento del focus della letteratura sulla CSR da un orientamento etico verso un orientamento alle performance, enfatizzando il legame tra RSI e performance finanziarie dell'organizzazione. Questa evidenza rimarca ancora una volta il concetto che era stato già teorizzato in passato secondo cui la CSR acquisisce una funzione strategica e vitale per il successo di questa.

1.4.1 La CSR in Italia

In Italia, il tema della responsabilità sociale d'impresa pone le sue radici fin dal 1948 e in particolare nell'art. 41 della Costituzione che sancisce il divieto di intraprendere

³⁵ Commissione europea (2011), *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. A renewed UE strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility*, disponibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011DC0681>.

un'attività economica laddove questa sia contraria all'utilità sociale o arrechi danno alla sicurezza, alla libertà e alla dignità umana. Nonostante ciò, alla fine della Seconda Guerra Mondiale, in Italia era ancora diffuso il concetto di impresa capitalista che perseguiva unicamente l'obiettivo di massimizzare il proprio profitto. Infatti, l'Italia si presentava ancora come arretrata rispetto agli altri Paesi come gli Stati Uniti, in cui la sensibilizzazione per tale tematica si era largamente diffusa. Questo era principalmente imputabile alla mancanza di conoscenza da parte delle imprese e del mercato.

Una tra le iniziative più importanti a livello nazionale è la pubblicazione "Responsabilità Sociale delle Imprese: Esempi di buone pratiche italiane", redatta a seguito di un progetto lanciato nel 2001 dal Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, in cui vengono descritti 30 esempi di buone pratiche ovvero esempi di imprenditorialità in cui sono stati adottati comportamenti socialmente responsabili.

Nel 2003 viene avviato il "Progetto CSR-SC (*Corporate Social Responsibility-Social Commitment*)", promosso dal Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali. Esso si basa su un approccio volontario alla CSR e ha come obiettivo quello di incentivare il miglioramento dei comportamenti aziendali in un'ottica socialmente responsabile e di accrescere il grado di consapevolezza delle imprese relativamente a tale tema³⁶.

La definizione di responsabilità sociale d'impresa contenuta nel Libro Verde viene ripresa anche dall'art. 2 del D.Lgs. 9 aprile 2008 n. 81 lett. f) in materia di tutela della salute e della sicurezza nei luoghi di lavoro, che la descrive come «integrazione delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle aziende e delle organizzazioni nelle loro attività commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate».

Recentemente, i Ministeri del Lavoro e delle Politiche Sociali e dello Sviluppo Economico hanno presentato alla Commissione europea e a tutti i cittadini il "Piano nazionale sulla responsabilità sociale d'impresa 2012-2014" che ha come obiettivo, tra gli altri, quello di «promuovere la RSI attraverso gli strumenti riconosciuti a livello internazionale³⁷». In

³⁶ Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali (2003), *Progetto CSR-SC. Il contributo italiano alla campagna di diffusione della CSR in Europa*, disponibile a <http://bancadati.italialavoro.it/bdds/download?fileName=8f6619ba-0261-4124-ba2a-416aae427ca9.pdf&uid=8f6619ba-0261-4124-ba2a-416aae427ca9>.

³⁷ Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali e Ministero dello Sviluppo Economico, *Piano Nazionale sulla responsabilità sociale d'impresa*, disponibile a <https://www.unioncamere.gov.it/csr/P42A0C939S370/Piano-Nazionale-RSI-2012---2014.htm>.

questo Piano vengono illustrate le azioni strategiche del Governo italiano, con particolare focus sulla gestione responsabile delle attività economiche quale veicolo per la creazione di valore. Per il perseguimento degli obiettivi prefissati, nel documento si prevedono delle forme di sostegno per le imprese che adottano pratiche socialmente responsabili, con particolare attenzione alle PMI, che molto spesso non dispongono di risorse finanziarie sufficienti. Inoltre, il Governo si focalizza anche sulla diffusione della cultura della responsabilità sociale, in modo da trasmettere la consapevolezza che un corretto approccio alla CSR si può tradurre in un vantaggio competitivo.

Nel gennaio del 2017 in Italia è entrato in vigore il D.Lgs. n. 254/2016, che dà attuazione alla Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 in merito alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario. L'emanazione di questa Direttiva ha accelerato la questione del *corporate reporting* sul tema della sostenibilità e ha contribuito alla diffusione delle linee guida per la rendicontazione emanate dal Global Reporting Initiative (GRI). Questa normativa e il Decreto Legislativo di recepimento nell'ordinamento italiano saranno analizzate nel dettaglio nel capitolo successivo.

1.5 I benefici generati dall'adozione di pratiche socialmente responsabili

Numerosi studi dimostrano che le organizzazioni socialmente responsabili possono ottenere una ampia gamma di vantaggi che generano un impatto positivo sulla loro sopravvivenza e sulla loro competitività sui mercati. In particolare, è emerso che l'applicazione di questi principi porta a un rafforzamento dell'immagine e della reputazione aziendale. Infatti, queste imprese possono consolidare il proprio *brand value* in termini di miglioramento reputazionale agli occhi della collettività, di legittimità e di *positive visibility* che si potrebbero tradurre, a loro volta, in un'opportunità di applicare un *premium price*. La reputazione si evolve nel tempo, è influenzata dalle prestazioni e da un'attività di comunicazione coerente e può influenzare la competitività di un'organizzazione.

Inoltre, l'adozione di pratiche responsabili apre le porte a nuove fonti di approvvigionamento del capitale, da una parte, e favorisce una gestione dei rischi più efficiente dall'altra, grazie alla maggior credibilità acquisita. Di conseguenza, questo si

riflette in un rafforzamento dei rapporti con la comunità di appartenenza e della fiducia che i consumatori nutrono nei confronti dell'organizzazione.

Una gestione responsabile favorisce anche il mantenimento del personale, in quanto si viene a creare un risanamento delle condizioni lavorative all'interno dell'azienda, che incentivano la motivazione dei dipendenti e dei collaboratori nei vari livelli; un personale motivato e soddisfatto può portare a un potenziamento della qualità dei prodotti/servizi e della produttività. Inoltre, consente di mantenere il proprio portafoglio clienti e fornitori attraverso un processo di fidelizzazione, determina un miglioramento delle performance economico-finanziarie, sia per quanto riguarda una crescita delle vendite che una diminuzione dei costi operativi, e contribuisce a sostenere gli *stakeholder* e la collettività nella sua totalità, per quanto riguarda le decisioni in materia di tutela ambientale e sociale. Questi elementi spingono e incentivano l'impegnarsi in pratiche socialmente responsabili, in quanto la loro implementazione può tradursi in un vantaggio di lungo periodo per l'impresa, che si viene a configurare come un *quid pluris* distintivo rispetto ai competitors; ciò è in contrapposizione con la responsabilità economica di profitto che, invece, è strettamente collegata al breve termine, in quanto si riferisce al periodo di un esercizio.

Tra le ulteriori motivazioni che spingono le imprese a compiere scelte socialmente responsabili, si colloca anche la volontà di fare la "cosa giusta". Tuttavia, bisogna considerare il fatto che, talvolta, l'adozione di pratiche sostenibili può essere il frutto sia di pressioni esercitate dalla collettività che delle aspettative nei confronti delle organizzazioni.

E. Kurucz et al. (2008), dopo aver condotto una *review* della letteratura in materia, adottano un approccio che individua quattro benefici derivanti dall'impegno in attività correlate alla CSR. Un primo vantaggio è legato alla riduzione dei costi e rischi per l'azienda, in quanto alcuni studi individuano una relazione tra la fiducia che le parti interessate nutrono nei confronti della stessa e i costi che essa deve sostenere. Gli *stakeholder*, infatti, potrebbero costituire una minaccia nella misura in cui questi decidessero di boicottare il business o di intraprendere azioni legali che si tradurrebbero in una riduzione della redditività dell'organizzazione. Di fatto, in un'ottica strategica, rispondere alle esigenze dei portatori di interesse consente di migliorare le performance aziendali.

Inoltre, come già accennato all'inizio del presente capitolo, l'implementazione di pratiche socialmente responsabili può rappresentare un possibile motore di vantaggio

competitivo rispetto ai competitors. Secondo questo approccio le richieste degli *stakeholder* sono percepite come delle opportunità piuttosto che come vincoli.

In terzo luogo, come già ribadito in precedenza, in accordo con la teoria della legittimità, le attività di CSR consentono di costruire una solida reputazione che diventa un elemento fondamentale per il successo dell'impresa.

Infine, l'ultima categoria di benefici individuata da Kurucz et al. è la creazione di valore sinergico. Con questa espressione si intende che la creazione di connessioni con le parti interessate può aprire le porte a nuove opportunità.

In sintesi, quello che emerge da questo paragrafo è l'eterogeneità dei possibili vantaggi per le organizzazioni derivanti dall'impegno in attività socialmente responsabili. Da ciò si ricava che sono molteplici le ragioni che possono spingere queste ad adottare tali pratiche, che non devono essere considerate come un costo o un vincolo, ma come il fine per raggiungere gli obiettivi aziendali; ciò permette a tali organizzazioni di sopravvivere nel tempo. Infatti, come suggeriscono i già citati Porter e Kramer che puntano tutto sulla relazione tra impresa e società, questa diventa un'opportunità per coniugare il benessere sociale con l'aumento della competitività e della produttività aziendale, favorendo l'innovazione e migliorandone la reputazione.

Tuttavia, gli effetti benefici fin qui elencati si producono soltanto a condizione che il tema della sostenibilità ambientale, sociale ed etica sia incorporato in modo coerente nella strategia aziendale complessiva.

1.6 Alcune critiche alla CSR

Fin dal momento in cui si è iniziato a parlare di CSR, sono state numerose le critiche sollevate contro questo approccio. Queste possono essere raggruppate principalmente in due filoni: contestazioni contro la validità di tale concetto da una parte, e messa in dubbio della veridicità delle azioni intraprese dalle organizzazioni dall'altra.

Forse il più celebre a dubitare dell'approccio della *Corporate Social Responsibility* già dagli albori è Milton Friedman, sostenitore dello *shareholder value approach*. Egli, nell'articolo "*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profit*", sostiene che la CSR non rientri tra le responsabilità delle organizzazioni. L'economista statunitense, infatti, si oppone all'idea di un'azienda che, in un sistema di libera impresa e proprietà privata, si occupi anche di questioni ambientali e sociali bilanciando la costellazione degli interessi

di tutti gli *stakeholder*. Questo perché, a detta di Friedman (1970), il suo unico e legittimo scopo è quello di utilizzare le risorse di cui dispone per ottenere il maggior profitto realizzabile, per cui la CSR ostacolerebbe il raggiungimento dei fini imprenditoriali e violerebbe le regole del mercato. Quindi, in quest'ottica, la CSR non è altro che una minaccia al conseguimento dell'obiettivo di creazione di valore per gli azionisti. Questo perché manager, dirigenti e dipendenti, quando agiscono, sono vincolati e non devono destinare le risorse a finalità diverse da quelle che sono state progettate e autorizzate; il resto dovrebbe essere attività di competenza esclusiva della Pubblica Amministrazione. Le critiche sollevate da Friedman, relative ai costi aggiuntivi per le imprese derivanti da un approccio socialmente responsabile, sono state successivamente supportate anche da David Henderson. Egli, infatti, ritiene l'adozione di queste pratiche una vera e propria minaccia per l'economia di mercato³⁸.

Tra i più recenti sostenitori della critica alla CSR, si colloca anche Wayne Visser che ne sostiene il fallimento come sistema aziendale di *governance* ed etica nelle economie occidentali³⁹. Egli ribadisce la necessità di sviluppare una nuova tipologia di responsabilità sociale d'impresa per far sì che vi sia un cambio di direzione da parte di molte attuali tendenze sociali, ambientali ed etiche (Visser, 2012).

Inoltre, lo scetticismo in merito alla percezione della CSR è legato al fatto che talvolta questa tematica risulta essere percepita come lontana dagli obiettivi aziendali e dal modello di business delle organizzazioni. A ciò si aggiunge la scarsa competenza dei manager in merito all'argomento e i costi e rischi che l'implementazione di queste pratiche potrebbe comportare.

Il secondo filone di recriminazioni sollevate contro la RSI avanza la presunta falsità di intenti, dal momento che si ritiene che questa venga utilizzata come maschera per celare pratiche anche gravemente irresponsabili, pur continuando a beneficiare del vantaggio competitivo che ne deriva. In questo senso, si configura come un mero strumento di marketing accattivante che le grandi imprese utilizzano per ripulire la propria immagine o per costruirne una ingannevole (*greenwashing*), senza che questo sia accompagnato da

³⁸ David Henderson, in *"Misguided Virtue: False Notions of Corporate Social Responsibility"*, definisce la RSI come una virtù fuorviante in quanto porta con sé un'elevata probabilità di un aumento dei costi e una riduzione del benessere e delle performance aziendali.

³⁹Visser, W. (2012), *The Future of CSR: Towards Transformative CSR, or CSR 2.0*, Kaleidoscope Futures Paper Series, 1.

una ridefinizione del sistema valoriale e dei processi aziendali e senza che venga inglobato nella strategia di fondo. Tale fenomeno, però, può avere delle conseguenze negative anche per le imprese stesse che lo mettono in atto in quanto, una volta smascherate, perderebbero definitivamente la fiducia e la credibilità da parte della collettività. Altri ancora in dottrina, sempre su questa lunghezza d'onda, hanno sostenuto che le multinazionali abbiano fatto ricorso al concetto di RSI per evitare di essere sottoposte a pressioni sociali o mediatiche (Marzano, 2009).

Nonostante oggi il concetto di responsabilità sociale d'impresa abbia preso piede e si sia notevolmente sviluppato guadagnando ampi consensi, rimangono ancora diffusi lo scetticismo e le posizioni critiche soprattutto legate all'accusa che tali pratiche siano adottate solo in facciata. Questo è imputabile a un'insufficiente e poco chiara comunicazione da parte delle imprese agli *stakeholder* che sono sempre più consapevoli ed esigenti.

1.7 Misurare la Corporate Social Responsibility

La misurazione delle performance aziendali in termini di *Corporate Social Responsibility* costituisce uno strumento di gestione funzionale al monitoraggio del proprio impegno sociale oltre che alla comunicazione esterna. Infatti, già nel 2000, A. B. Carroll⁴⁰ aveva individuato l'importanza per le imprese di divulgare le proprie performance sociali e ambientali e, anzi, evidenziava la necessità che le metodologie utilizzate a questo scopo fossero affidabili. In effetti, sono stati compiuti notevoli tentativi, sia in ambito accademico che imprenditoriale, al fine di definire un criterio di misurazione delle attività socialmente responsabili messe in atto dalle imprese.

Pertanto, dopo aver analizzato, nel presente capitolo, le principali definizioni di responsabilità sociale d'impresa che sono state formulate nel corso del tempo, ci si focalizza su un'altra questione dibattuta in letteratura, che è legata alla modalità di misurazione della sostenibilità. Le problematiche cruciali derivano dalla difficoltà che si riscontra nella quantificazione delle performance sociali, a fronte di una proliferazione di approcci alla CSR adottati e a seguito di una crescente esigenza di conoscenza da parte degli *stakeholder* in relazione all'operato aziendale. Si aggiunge, pertanto, anche una

⁴⁰ Carroll, A. B. (2000), "A Commentary and an Overview of Key Questions on Corporate Social Performance Measurement", *Business and Society*, 39 (4), pp. 466-478.

problematica legata alle difficoltà intrinseche nel confrontare delle pratiche relative a un concetto per cui non esiste ancora un consenso, una definizione univoca e dei dati sufficienti.

Sono molteplici, infatti, i tentativi di individuare un insieme di fattori chiave da utilizzare come possibili indicatori, che però possono essere grossomodo divisi in due aree, a seconda che siano basati o meno su rappresentazioni finanziarie. Tali tentativi di ricondurre le performance di sostenibilità a una serie di indicatori economico-finanziari derivano dall'assunto che, solo attraverso questi, è possibile esprimere il concetto in un linguaggio comprensibile e accettabile dalle imprese.

Nonostante ciò, non esiste ancora un metodo generalmente stabilito che possa essere utilizzato come base per l'attività di misurazione della CSR.

Esistono molteplici studi che si avvalgono di un approccio di valutazione della sostenibilità che si fonda sulla misurazione del livello di input e output per il monitoraggio dei progressi verso il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità (Lamberton, 2000). Questa forma di contabilità supera quella convenzionale, che si concentra soltanto sugli obiettivi di natura finanziaria, ma include in questo quadro anche quelli ambientali e sociali. In quest'ottica, gli indicatori di sostenibilità tentano di misurare la deviazione delle prestazioni effettive da quelle sostenibili.

A partire dalla fine degli anni '70, ha preso piede l'utilizzo di indicatori numerici come criterio di sintesi delle informazioni legate alla CSR contenute nei report aziendali. Infatti, Chee Tahir et al. (2010) affermano che gli indicatori agiscono come una guida per monitorare e indirizzare i progressi verso la sostenibilità, secondo un approccio che prevede l'utilizzo di una pluralità di questi. Tale affermazione è supportata dalla considerazione, più volte ribadita, secondo cui la responsabilità sociale d'impresa è un concetto multidimensionale, che richiede un impegno continuo da parte dell'organizzazione per affrontare l'ampia varietà di questioni sociali e ambientali.

Tra le tecniche impiegate per quantificare la responsabilità sociale di un'organizzazione, si citano l'indice reputazionale, che valuta la percezione degli *stakeholder* relativamente alla performance aziendale, e l'attribuzione di un *rating* etico, che costituisce un indicatore espressione dell'andamento dell'attività d'impresa con riferimento alle performance ambientali e sociali, ma soprattutto del suo valore in termini reputazionali. I principali vantaggi di questa tipologia di indicatori sono la disponibilità di dati e la loro comparabilità tra le diverse imprese. Sebbene gli indicatori reputazionali riconoscano la

natura multidimensionale della CSR, sono state sollevate delle perplessità circa l'adeguatezza degli stessi a causa della loro limitatezza nell'area di valutazione, dal momento che molti di questi coprono solo una specifica regione o un particolare Paese (Turker, 2009). Un ulteriore limite di questa metodologia è legato alla sua affidabilità, in quanto risulta essere altamente soggettiva (Philip et al. 1988).

Soprattutto negli ultimi anni, anche a seguito della diffusione delle informazioni di natura non finanziaria a fronte di una crescente attenzione delle imprese alla divulgazione delle proprie pratiche sociali e ambientali, si è sviluppata la metodologia della *content analysis*. Questa si basa sull'analisi dei documenti delle organizzazioni in merito alla condotta responsabile, con il fine di costruire un indice in grado di misurare le "CSR practices". L'obiettivo di tale indice è quello di racchiudere queste ultime nel senso più ampio del termine, coprendo l'attività di *reporting* della sostenibilità, le pratiche di certificazione nonché le prestazioni lungo la precedentemente definita *Triple Bottom Line*. Infatti, secondo il Global Reporting Initiative⁴¹ (GRI), gli indicatori da utilizzare a questo scopo sono quelli che riguardano le tre aree della sostenibilità (economica, ambientale e sociale). Gli indicatori di performance economica utilizzano principalmente dati di natura economico-finanziaria, con l'obiettivo di fornire delle informazioni in maniera sintetica su tali risultati. La dimensione ambientale della sostenibilità misura l'impatto che l'attività di un'impresa ha sul sistema naturale, vivente o non vivente, che la circonda. Infine, gli indicatori di performance sociale inquadrano gli impatti dell'organizzazione sulla società in cui opera.

La misurazione, nell'ambito dell'analisi del contenuto, può essere effettuata semplicemente annotando l'avvenuta divulgazione o meno di un determinato aspetto oppure può consistere nella conta vera e propria degli elementi rendicontati. La *content analysis*, presentata nel dettaglio successivamente, verrà utilizzata anche in questo elaborato nel capitolo empirico per determinare gli indicatori di *disclosure* non finanziaria con riferimento alle IPO avvenute su Borsa Italiana dal 2015 al 2020.

Dopo questo *excursus* introduttivo in merito alle modalità di misurazione della responsabilità sociale d'impresa, nel corso del capitolo seguente, si approfondirà il tema delle linee guida per la rendicontazione di informazioni di carattere non finanziario,

⁴¹ Si tratta di un'istituzione indipendente senza scopo di lucro fondata nel 1997 a Boston. Questa verrà presentata nel dettaglio e saranno analizzate le linee guida da essa emanate nel corso del capitolo successivo.

focalizzandosi su quelle emanate dal GRI e si studierà l'impatto che la loro divulgazione produce a livello di *underpricing* registrato in sede di quotazione su Borsa Italiana.

CAPITOLO II - LA DISCLOSURE NON FINANZIARIA: STRUMENTI E LINEE GUIDA

2.1 Cenni introduttivi

Come si è già ribadito più volte, considerare l'impresa come un sistema a sé stante e orientato esclusivamente al profitto risulta essere riduttivo e addirittura anacronistico, dal momento che i confini tra ciò che è interno ed esterno alla stessa sono sempre più labili. Da questa considerazione, ne discende la necessità per l'organizzazione di ampliare e modificare le proprie modalità di *corporate reporting*, facendo sì che sia in grado di rivolgersi alla varietà di interlocutori interni ed esterni, intessendo con essi una relazione, coinvolgendoli direttamente e soddisfacendo la loro esigenza informativa.

Negli ultimi anni, infatti, il *topic* della divulgazione e della rendicontazione sociale ha acquisito una crescente popolarità in letteratura e, allo stesso tempo, è aumentato il numero di società che redigono dei report o altre forme di reportistica, attraverso cui divulgano le proprie performance sociali e ambientali; in questo modo, si supera la convinzione che il bilancio d'esercizio sia l'unico documento utile ai fini della rappresentazione aziendale e del controllo da parte degli *stakeholder*.

Se originariamente la comunicazione societaria era soltanto unidirezionale, oggi è di tipo bidirezionale, in quanto si configura come uno strumento di interazione con l'ambiente esterno, per soddisfare le esigenze e rispondere alle domande della platea di portatori di interesse. Nasce, quindi, l'esigenza per le imprese di integrare la comunicazione tradizionale con degli strumenti funzionali alla rappresentazione dell'impatto ambientale e sociale del business. L'attività di divulgazione, dunque, è considerata come la fornitura di informazioni aggiuntive per aiutare gli investitori nelle scelte strategiche.

Non tutte le organizzazioni però comunicano allo stesso modo. Infatti, l'attività di *disclosure* può essere il risultato di una scelta volontaria o derivare da vincoli normativi (obbligatoria) a tutela degli interessi degli *stakeholder*. I report, la cui redazione è prevista da una disposizione di legge, sono documenti standardizzati, come i bilanci d'esercizio o le relazioni intermedie. Il fatto che la loro predisposizione sia regolata da precisi standard consente di garantirne l'obiettività, la chiarezza e la comparabilità dei documenti.

La divulgazione volontaria è, invece, una decisione dell'impresa di diffondere ulteriori informazioni a completamento dei dati forniti con l'informativa obbligatoria. Tuttavia, si rende necessario raggiungere un equilibrio in materia di rendicontazione, in quanto nessuna delle due tipologie di informativa, se considerata separatamente, può fornire un quadro completo del valore aziendale.

Molto spesso l'impegno sociale, in un'ottica di maggiore trasparenza delle attività d'impresa, viene rendicontato attraverso la predisposizione di codici etici o bilanci di sostenibilità; si tratta di documenti che hanno l'obiettivo di superare e colmare i limiti tipici del bilancio d'esercizio e della contabilità finanziaria, che non risultano sempre idonei a rappresentare grandezze, prevalentemente di natura qualitativa, sempre più complesse. F. Perrini (2006) definisce la predisposizione del *non-financial report* non come un mero approccio formale di applicazione meccanica di una serie di principi definiti dall'esterno, ma come un vero e proprio continuo processo di apprendimento integrato.

Secondo la definizione del Global Reporting Initiative (GRI), «*sustainability reporting is the practice of measuring, disclosing, and being accountable to internal and external stakeholders for organizational performance towards the goal of sustainable development*» (GRI, 2011, p.3). Si diffonde, dunque, la presa di coscienza che il valore di un'impresa non può essere misurato solo in termini di performance economico-finanziarie, ma deve essere integrato anche con la rendicontazione della responsabilità delle imprese nei confronti dell'ambiente e delle comunità circostanti. Si ricava, pertanto, la natura extra-contabile dell'informativa *non-financial*, in quanto essa non è riconducibile a quella che tradizionalmente è contenuta nel bilancio o che deriva dai sistemi contabili aziendali.

L'attività di *reporting* rappresenta un vero e proprio strumento strategico e di gestione, oltre che operativo, attraverso cui la società comunica i propri risultati conseguiti e, inoltre, consente una corretta valutazione aziendale. Infatti, la comunicazione della CSR non ha lo scopo di stupire ma quello di veicolare e presentare in maniera chiara e trasparente le pratiche ambientali e sociali adottate da un'impresa. La trasparenza, dunque, si rivela essere una nuova forma di potere potenzialmente molto redditizia e la rendicontazione sociale diventa un metodo per affrontare i problemi legati all'asimmetria informativa e al controllo, attraverso un efficiente dialogo con gli *stakeholder*.

In particolare, il processo di rendicontazione si compone di tre fasi (Gray, 2001):

1. *accounting*: individua l'attività di preparazione e presentazione, da parte dell'organizzazione responsabile, di un resoconto delle sue interazioni sociali;
2. *auditing*: consiste nell'attività di controllo della qualità delle informazioni comunicate agli *stakeholder*;
3. *reporting*: indica l'attività di comunicazione da parte dell'*audit* o dell'*accounter* delle azioni intraprese dall'organizzazione in tema di responsabilità sociale.

In concreto però, qual è la funzione della *sustainability disclosure*? L'attività di *reporting* consente di rendere tangibili delle questioni tipicamente astratte, aiutando a comprendere e a gestire l'effetto dello sviluppo di pratiche sostenibili sulla strategia dell'organizzazione (Global Reporting Initiative, 2013)⁴².

Gli strumenti e le modalità utilizzate dalle organizzazioni per la comunicazione della responsabilità sociale sono molteplici. Questa può avvenire all'interno di uno specifico paragrafo nell'ambito del bilancio di esercizio, oppure, aumentando il livello di specializzazione, in un documento autonomo che prende il nome di bilancio (o report) di sostenibilità o Dichiarazione di carattere non finanziario (DNF), o in altri documenti, o in una sezione del sito web della società – che consente alle imprese di diffondere largamente le informazioni sulla CSR-, o in comunicati stampa, o in articoli, o in opuscoli ecc...

Tuttavia, l'assenza di una regolamentazione armonizzata in merito alla *disclosure* non finanziaria ha portato alla definizione di linee guida a cui far riferimento per tale processo. A tal proposito, nell'ambito degli standard di contenuto, quelli maggiormente diffusi a livello internazionale sono i GRI Standards, proposti dal Global Reporting Initiative (GRI), e il Framework <IR>, definito dall'International Integrated Reporting Council (IIRC).

2.2 Comunicare la responsabilità sociale

Il passo successivo all'adozione di pratiche socialmente responsabili è rappresentato dalla comunicazione, che costituisce una fase molto importante per le organizzazioni impegnate in attività di CSR, dal momento che un report redatto in maniera superficiale può vanificare gli sforzi compiuti per l'adozione di questi comportamenti. Di contro, se è

⁴² Global Reporting Initiative (2013), *Reporting Principles and Standard Disclosure*, Amsterdam, Maggio 2013.

predisposto correttamente, rappresenta uno strumento di dialogo con gli *stakeholder* e di raccolta di *feedback* dagli stessi.

Attualmente, è possibile raggruppare le pratiche di rendicontazione della CSR in tre categorie: la prima comprende tutte quelle società che non divulgano le proprie performance in materia ambientale e sociale poiché non le ritengono rilevanti; la seconda individua tutte le organizzazioni che comunicano tali informazioni su base volontaria; nell'ultima categoria, invece, rientrano le imprese che, in forza di un obbligo di legge, sono tenute a rendere pubbliche le informazioni sulla RSI.

2.2.1 *Gli strumenti di rendicontazione sociale*

La rendicontazione sociale e ambientale è un processo sistematico, attraverso cui un'impresa organizza, riporta, comunica ai portatori di interesse i risultati in materia di CSR e ne consente la valutazione dell'adeguatezza. Essa si sviluppa, da una parte, come risposta alla globalizzazione e, dall'altra, come conseguenza delle crisi dovute ai cambiamenti sociali, economici e politici nazionali. In particolare, in Italia, sebbene con ritardo rispetto ad altri Paesi, si ritiene che i fattori trainanti di questo processo siano stati il fenomeno della privatizzazione e il ruolo delle cooperative, che diventavano sempre più centrali con riferimento al tema della responsabilità sociale. I primi anni 2000 sono anni fiorenti da questo punto di vista, soprattutto grazie all'acquisizione di una nuova consapevolezza da parte delle organizzazioni dei vantaggi che una maggior trasparenza porta con sé.

Inoltre, la nascita di strumenti per il *sustainability reporting* deriva dalla presa di coscienza che il bilancio d'esercizio non è sufficiente per delineare un ritratto della complessità delle attività aziendali e non è in grado di indicare adeguatamente le risorse che l'organizzazione preleva e restituisce alla comunità sotto forma di valore aggiunto (Hinna, 2002). Attraverso questi strumenti l'impresa apre le proprie porte a una moltitudine di soggetti differenti rispetto ai tradizionali fruitori dell'informativa societaria.

Tra i documenti maggiormente utilizzati a questo fine si analizzano di seguito il bilancio sociale, il bilancio ambientale, il bilancio (o report) di sostenibilità e il report integrato, disponibili per il *download* sui singoli siti web aziendali, in modo da renderli facilmente consultabili da coloro che sono interessati. Questa eterogeneità di strumenti di

rendicontazione condivide alcuni elementi caratteristici di un approccio attendibile e non distorto.

2.2.1.1 Il Bilancio Sociale

Il bilancio sociale è un documento annuale consuntivo, redatto volontariamente, che costituisce un imprescindibile supporto comunicativo delle iniziative messe in atto dalle organizzazioni e dell'impegno profuso dalle stesse in relazione all'impatto sociale della propria attività, non limitandosi quindi solo alla rendicontazione dei risultati di natura economica. Perciò, esso costituisce un resoconto quali-quantitativo e dettagliato delle iniziative socialmente rilevanti messe in atto, con particolare focus sul valore creato e conseguito da tutte le categorie di portatori di interesse, frutto di un'attività di coordinamento con il governo aziendale.

L'unione delle parole "bilancio" e "sociale" va a individuare un documento che completa e amplia l'informativa economico-finanziaria, in ossequio al principio secondo cui un'impresa non può essere letta solo con riferimento ai classici binomi fonti-finanziamenti e costi-ricavi. Si tratta, dunque, di uno strumento di conoscenza e valutazione integrativo e un'occasione per l'impresa per presentarsi come un "buon cittadino", la cui attività contribuisce anche al miglioramento del benessere e della qualità della vita della società in cui è inserita.

A seconda che sia redatto in maniera autonoma o faccia parte del bilancio di esercizio, il bilancio sociale si definisce come documento derivato o di tipo originario.

Il bilancio non è soggetto né a controlli né a certificazioni, ferma la possibilità per l'impresa di far certificare il rispetto delle linee guida in maniera volontaria. Perciò, dal momento che la scelta di predisporre questo bilancio riflette il *modus operandi* dell'impresa e si presenta come una decisione di carattere strategico, questo non è un mero strumento di informazione. Le funzioni che tale documento assolve sono molteplici⁴³:

- comunicazione agli *stakeholder* delle azioni sociali intraprese: si tratta di informare i gruppi di portatori di interesse sui risultati conseguiti nei loro confronti;

⁴³ Arrigo, E. (2008), "Responsabilità aziendale e performance economico-sociale", G. Giappichelli, Torino.

- analisi;
- strumento di gestione: attraverso questo bilancio, l'impresa non si limita a comunicare le attività avviate ma realizza anche la gestione dei rapporti intrattenuti con gli *stakeholder*. In quest'ottica, il processo di *disclosure* diventa bidirezionale, dall'impresa verso l'esterno e viceversa;
- programmazione e controllo dell'attività aziendale: il bilancio sociale diviene parte di un sistema informativo più ampio per la pianificazione, la programmazione e il controllo dell'attività aziendale complessiva;
- strumento relazionale, in quanto consente di creare un dialogo con i portatori di interesse interni ed esterni;
- confronto tra le diverse imprese.

Il bilancio sociale assume, quindi, sia una rilevanza interna che esterna: la prima trova espressione attraverso l'esposizione dei dati relativi al rapporto con il personale, mentre la rilevanza esterna deriva dal fatto che l'impresa comunica alla collettività tutti gli elementi che interagiscono e influenzano la sua "sfera".

Il bilancio sociale, sebbene il sostantivo "bilancio" rimandi al bilancio d'esercizio, si distingue da quest'ultimo principalmente in termini di contenuto e di forma, che rispecchiano le finalità perseguite dall'organizzazione e dalla categoria di *stakeholder* a cui esso è destinato (Mio, 2005). In particolare, all'interno del bilancio sociale vengono definiti i valori di fondo, la *mission* e la strategia, viene determinato il valore ripartito tra i diversi *stakeholder* e sono individuate le attività socialmente responsabili, con il duplice obiettivo di soddisfare le esigenze informative, da una parte, e dall'altra di aumentare il coinvolgimento e il consenso, rafforzando la reputazione dell'impresa sul mercato.

Il bilancio sociale costituisce anche uno strumento per la pianificazione strategica che può aprire le porte a nuovi investimenti in ambito sociale e ambientale.

Le sue radici si rinvergono attorno agli anni '40 del secolo scorso nel contesto accademico statunitense, ma solo a partire dagli anni '70 si sviluppano le prime formulazioni teoriche e poco più tardi se ne inizia a parlare per la prima volta anche in Italia. Dopo questo primo periodo, la rendicontazione ha vissuto, sia in Europa che in America, una fase di declino fino ad arrivare alla recente vigorosa ripresa, riacquisendo un ruolo di centralità.

Risale al 1978 il primo bilancio sociale in Italia pubblicato dalla società Merloni S.p.a. Dopo questo tentativo iniziale, nel 1988 viene presentato il primo Bilancio di Responsabilità Sociale secondo i principi strategici-gestionali; nel 1993 viene predisposto il primo

Bilancio Sociale Cooperativo; infine, nel 1998, il Gruppo di Studio sul Bilancio Sociale (GBS) - organo nato ufficialmente a Milano a seguito di un'iniziativa in occasione di un seminario internazionale sulla responsabilità sociale svoltosi a Taormina - delinea le caratteristiche principali del bilancio sociale e offre una guida contenente le informazioni utili per la sua predisposizione.

Secondo i principi dettati dal GBS, il bilancio sociale è un documento autonomo, consuntivo, pubblico, prevalentemente finalizzato alla comunicazione esterna e a fornire ai portatori di interesse un quadro complessivo delle performance aziendali, in modo da ampliare le loro possibilità di dialogo e di valutazione delle imprese stesse. Il modello GBS, infatti, definisce il contenuto minimo del bilancio sociale e individua le tre parti in cui questo documento si articola:

- la prima, in cui si ha l'esplicitazione dell'identità aziendale, ovvero di tutto ciò che permette una conoscenza approfondita dell'impresa. Questa sezione, che fa da premessa alle altre due, quindi, contiene l'indicazione della missione e degli obiettivi, dei valori che guidano l'agire aziendale e dell'assetto istituzionale;
- una parte relativa alla determinazione e ripartizione del valore aggiunto per mettere in luce l'impatto che l'attività dell'impresa ha sui diversi *stakeholder*. Questa sezione serve a mettere in collegamento il bilancio sociale con i dati contabili;
- la relazione sociale, in cui sono individuate in maniera sintetica tutte le parti interessate e, per ciascuna di esse, sono indicati gli obiettivi, i risultati che hanno conseguito e il loro livello di soddisfazione.

Queste tre parti sono interdipendenti, in quanto per dimostrare l'effettivo impegno in campo sociale è necessario valutare congiuntamente le strategie adottate e la loro coerenza con la *mission* e i valori aziendali, i benefici generati in favore di una singola categoria di portatori di interesse e gli sforzi in generale profusi per attuare pratiche socialmente responsabili.

Inoltre, il Gruppo di Studio sul Bilancio Sociale definisce 17 principi⁴⁴ che devono essere rispettati al fine di garantire la qualità del processo di formazione di tale documento⁴⁵.

Lo scrittore e consulente inglese Simon Zadek (1997) ha individuato principalmente tre motivazioni, tra loro interconnesse, che giustificano il successo dell'utilizzo degli strumenti di rendicontazione per la comunicazione di comportamenti socialmente responsabili:

1. pressione esercitata sull'impresa da parte della società che chiede alle varie organizzazioni di rendere conto delle loro azioni (*public interest*);
2. cambiamento culturale, a seguito del quale l'impresa ha acquisito un nuovo ruolo all'interno del contesto in cui opera (*value shift*);
3. gestione delle relazioni con gli *stakeholder* che, come si è detto, a seguito del processo sopracitato, sono costituiti da una platea molto vasta e variegata (*stakeholder management*).

Ergo, la scelta di un'organizzazione di ricorrere al bilancio sociale non è occasionale ma è una decisione di tipo strategico.

2.2.1.2 Il Bilancio Ambientale

Accanto al bilancio sociale si colloca il bilancio ambientale. Si tratta di un documento informativo redatto volontariamente e finalizzato a mettere in luce l'impatto sull'ambiente circostante provocato dall'attività aziendale, dai suoi stabilimenti, dai suoi prodotti in termini di utilizzo delle risorse ed emissioni globali (*environmental reporting*). Il bilancio ambientale presenta alcuni punti di contatto con il bilancio sociale, in quanto entrambi si rivolgono alla medesima platea di *stakeholder* interni ed esterni.

Nel dettaglio, la contabilità ambientale costituisce uno strumento specifico per la rappresentazione dei dati quantitativi e qualitativi relativi alla complessa relazione tra

⁴⁴ I principi, individuati dal GBS, da adottare per la predisposizione del bilancio sociale sono i seguenti: responsabilità; identificazione; trasparenza; inclusione; coerenza; neutralità; autonomia delle terze parti; competenza di periodo; prudenza; comparabilità; comprensibilità, chiarezza e intelligibilità; periodicità e ricorrenza; omogeneità; utilità; significatività e rilevanza; verificabilità dell'informazione; attendibilità e fedele rappresentazione.

⁴⁵ Associazione nazionale per la ricerca scientifica sul Bilancio Sociale (2013), *Il bilancio sociale GBS 2013*, disponibile a <http://www.gruppobilanciosociale.org/wp-content/uploads/2016/07/Standard-GBS-2013-Principi-di-redazione-del-Bilancio-Sociale.pdf>.

impresa e ambiente e in merito agli investimenti compiuti per la protezione e la salvaguardia dell'ambiente stesso. Infatti, questo bilancio consente la rilevazione di dati di tipo fisico (riguardanti le risorse naturali impiegate come input nei processi produttivi e le emissioni nell'atmosfera), di tipo monetario (espressione degli sforzi economici sostenuti per la protezione ambientale) e, infine, prevede la possibilità di effettuare dei collegamenti organici tra la contabilità fisica e la contabilità monetaria, in modo da poter leggere i dati secondo una duplice e concomitante prospettiva.

Presentandosi come uno strumento informativo utile agli amministratori per monitorare le politiche adottate in termini di ricadute sulla sostenibilità e sulla qualità della vita, solitamente il bilancio ambientale viene predisposto soprattutto dalle organizzazioni che operano in settori a elevato impatto.

A questo documento si attribuiscono principalmente due funzioni: una di comunicazione esterna, in quanto costituisce un mezzo per rendicontare l'impegno profuso in termini di azioni intraprese, di risorse impiegate e di risultati ottenuti, relativamente al tema della tutela ambientale; al contempo, rappresenta un elemento fondamentale per la gestione strategica della variabile ambientale nell'ambito del processo di pianificazione delle attività da svolgere.

È possibile individuare due sezioni in cui questo report è suddiviso:

- nella prima, viene presentata l'impresa e il suo rapporto con l'ambiente circostante in cui è inserita;
- nella seconda, invece, si evidenzia l'impatto ambientale legato alle risorse impiegate e alle emissioni prodotte dall'attività aziendale e si individuano le possibili modalità per diminuirlo.

Quindi, attraverso l'*environmental report*, l'impresa definisce le proprie strategie ambientali, individua come raggiungere gli obiettivi prefissati e ne verifica il raggiungimento ex post; infine, comunica le prestazioni ambientali realizzate. Tuttavia, con riferimento a questa ultima finalità, le organizzazioni sembrano preferire altre tipologie di documenti, ovvero quelli che presentano una struttura integrata, in quanto offrono una migliore visione d'insieme.

2.2.1.3 Il Bilancio di Sostenibilità

Il bilancio di sostenibilità rappresenta un'evoluzione maggiormente articolata del bilancio sociale, in quanto accoglie le medesime informazioni di quest'ultimo con l'aggiunta di elementi propri del bilancio ambientale. Il *sustainability report* può costituire, per le imprese, uno strumento idoneo a misurare, comprendere e comunicare le proprie performance in ambito ambientale, sociale e di *governance*. Esso, infatti, si differenzia dalle altre due tipologie di bilancio analizzate in precedenza, in quanto è un documento di rendicontazione annuale degli effetti dell'attività aziendale in un'ottica multidimensionale, armonizzando le tre dimensioni fondamentali dell'agire dell'impresa (dimensione economica, sociale e ambientale) e il modello di gestione degli *stakeholder* in maniera integrata; in questo modo si supera il concetto di *disclosure* della sola dimensione economica secondo il cosiddetto approccio *one bottom line*. Tuttavia, il report di sostenibilità non può essere ridotto alla qualifica di documento che riunisce dati e informazioni passati, ma è un prezioso strumento di gestione che richiede un monitoraggio continuo delle performance di sostenibilità delle organizzazioni e aumenta la consapevolezza del management sulle tematiche ambientali e sociali.

Dunque, il report di sostenibilità, dal punto di vista interno, consente di migliorare i sistemi di gestione e controllo aziendali attraverso una riflessione sulle performance, individuando eventuali azioni correttive da mettere in atto; esternamente, invece, questo documento permette di fornire informazioni utili ai fini della valutazione dell'impresa da parte degli *stakeholder* e dell'individuazione dei *driver* di valore. Blackburn et al. (2018), infatti, sostengono che il report di sostenibilità permetta il dialogo tra impresa e ambiente. Trattandosi di un documento di carattere volontario, sono per lo più le imprese di grandi dimensioni e con una maggiore disponibilità di risorse a produrre dei report di sostenibilità come documenti autonomi.

Tuttavia, sono state sollevate alcune critiche con riferimento a questa tipologia di strumento di rendicontazione. In particolare, si mettono in luce la difficoltà nella comparabilità del bilancio di sostenibilità con quello di altre organizzazioni e la scarsa connessione dello stesso con la dimensione delle performance economico-finanziarie, causati dall'assenza di criteri di misurazione concreta dell'impegno aziendale in un'ottica di sostenibilità, e, infine, si sottolinea l'assenza di garanzia per questa tipologia di strumento, che può determinare una perdita di fiducia da parte degli investitori.

2.2.1.4 Il Report Integrato (IR)

Una tendenza emergente in materia di *non-financial disclosure* è il *reporting* integrato (IR), che costituisce una nuova forma di rendicontazione aziendale che si sviluppa con lo scopo di superare i limiti del bilancio di sostenibilità; in particolar modo, attraverso tale documento, si intende mettere in correlazione adeguatamente il lato finanziario di un'impresa con quello non finanziario, con uno spiccato e indispensabile orientamento al futuro.

L'International Integrated Reporting Council (IIRC) definisce l'*integrated reporting* come un processo che forgia l'intero sistema di *decision making* e non come un mero prodotto. Perciò, secondo questo approccio, il report integrato non è il risultato della semplice fusione dei rapporti di sostenibilità e di quelli finanziari in un testo unico, bensì è *un additional report* annuale che fornisce una panoramica a livello olistico delle performance aziendali finanziarie e non finanziarie, della strategia, della *governance*, con il fine ultimo di informare, in maniera esplicita ed efficiente, gli *stakeholder* sul valore creato sostenibile nel tempo.

L'<IR>, che si propone di diventare lo strumento principale di *disclosure* aziendale, richiede un cambio di mentalità riguardante la definizione di impresa di successo, prevedendo un'evoluzione nel modo di lavorare con preferenza per un approccio di gruppo piuttosto che individuale.

Nel report integrato, inoltre, devono essere presentate anche le modalità con cui un'organizzazione interagisce con l'ambiente esterno e indicati i capitali necessari per la creazione del valore nel tempo. Per questo, tra tutti gli *stakeholder*, si individuano tra i destinatari dell'informativa integrata anche i fornitori di capitale.

Nasce così uno strumento che, sebbene non si sostituisca a quelli presentati precedentemente, si configura come una forma di comunicazione diversa, autonoma, multicanale, che riunisce e coniuga in maniera dinamica, attraverso un approccio sistematico, tutte le informazioni finanziarie (tipiche dei bilanci d'esercizio tradizionali) con le strategie ESG (*Environmental, Social and Governance*) (tipiche dei bilanci di sostenibilità), con lo scopo di comunicare le modalità con cui viene creato valore nel tempo (Incollingo, 2015). L'IR, dunque, è un formato di divulgazione che permette la segnalazione del *Creating Shared Value* (CSV), ovvero del valore creato nel corso del tempo tanto per l'impresa quanto per la società.

Uno degli obiettivi dichiarati del report integrato è quello di favorire il cosiddetto “*integrated thinking*” (letteralmente “pensare integrato”) cioè la «considerazione delle relazioni fra le unità operative e le funzioni di un’organizzazione, così come dei capitali che quest’ultima utilizza o influenza» (IIRC, 2013, p. 2). Perciò, il concetto di report integrato non fa riferimento solo a una nuova forma di rendicontazione, ma costituisce un vero e proprio ripensamento della cultura organizzativa che consente, non solo di migliorare i processi interni, ma anche di agire strategicamente con riferimento alla dimensione economica, sociale e ambientale.

Bisogna però sottolineare che questo approccio non è del tutto nuovo, ma pone le sue radici già a partire dagli anni '70 del secolo scorso, periodo in cui si suggeriva l’adozione di un’attività di *reporting* che fosse il più possibile integrata ed equilibrata.

La Repubblica del Sud Africa ha giocato un ruolo molto importante, dal punto di vista normativo, per quanto riguarda questo percorso verso l’*integrated reporting*. Infatti, in applicazione del King Report III del 2009, che segue il King Report I del 1994 e il King Report II del 2002, le società quotate alla Johannesburg Stock Exchange (JSE) sono obbligate a redigere tale documento.

Viene formulata, quindi, la definizione di report integrato come «*a holistic and integrated representation of the company’s performance in terms of both its finances and its sustainability*» (Institute of Directors in Southern Africa, 2009, p. 108). Nel 2016, viene pubblicata l’ultima versione King IV, con la finalità di incoraggiare una rendicontazione trasparente e significativa agli *stakeholder* (Institute of Directors in Southern Africa, 2016, p. 22).

Nel 2010, l’Accounting for Sustainability Project (A4S) e il Global Reporting Initiative (GRI) annunciano la nascita dell’International Integrated Reporting Council (IIRC) - «un ente globale composto da organismi regolatori, investitori, aziende, enti normativi, professionisti operanti nel settore della contabilità e ONG» - che punta alla creazione di un *framework* di rendicontazione che incentivi la fruizione di informazioni di carattere non finanziario, in modo da rendere il pensiero integrato parte della pratica corrente nelle imprese. L’IIRC, al momento della sua costituzione, perseguiva l’obiettivo di presentare un modello per la predisposizione di un report integrato che riunisse i diversi modelli di rendicontazione e che fosse applicabile e accettato a livello internazionale. In tale *framework*, ne viene definito lo scopo, che è quello di «dimostrare ai fornitori di capitale

finanziario come un'organizzazione è in grado di creare valore nel tempo» (IIRC, 2013, p. 7).

L'IIRC ha istituito nel 2011 un Pilot Programme, per incentivare le imprese a testare i principi e le modalità di predisposizione del report integrato, in modo da poter velocizzare i tempi di adozione del *framework*. La prima versione del “Framework integrato internazionale di segnalazione <IR>” (<IR> Framework) è stata poi pubblicata nel dicembre del 2013, in cui vengono delineate i principi guida per la rendicontazione integrata, bilanciando flessibilità e presenza di requisiti, in modo da supportare le numerose varianti derivanti dalle specificità aziendali e, allo stesso tempo, garantire un livello di comparabilità sufficiente tra i documenti di imprese diverse.

Il Framework <IR> (2013) identifica e definisce tre concetti fondamentali a sostegno delle indicazioni generali e dei requisiti dello stesso. Questi sono: 1. «la creazione di valore per l'organizzazione e per altre entità» che «si manifesta attraverso gli aumenti, le riduzioni o le trasformazioni dei capitali provocati dalle attività aziendali e dai relativi output» (IIRC, 2013, p. 10), 2. «i capitali» (che possono essere ricondotti alle seguenti categorie: finanziario, produttivo, intellettuale, umano, sociale e relazionale e naturale), 3. l'illustrazione del «processo di creazione del valore».

I principi guida che dovrebbero essere utilizzati per la determinazione del contenuto del report integrato sono (IIRC, 2013):

- «focus strategico»: nel report devono essere rendicontate informazioni dettagliate relative agli obiettivi strategici, alle strategie in atto e sul modo in cui l'organizzazione si relaziona alla capacità di creare e mantenere valore nel tempo, così da fornire una visione completa di tale processo;
- «connettività delle informazioni»: «un report integrato deve rappresentare un quadro olistico della combinazione, delle correlazioni e delle dipendenze tra i fattori che influiscono sulla capacità dell'organizzazione di creare valore nel tempo»⁴⁶. Si evidenzia, in questo modo, il concetto già ribadito secondo cui il report integrato non deve essere la mera somma di informazioni ma queste, se collegate fra loro, consentono di mettere in luce il vero valore dell'impresa;

⁴⁶ International Integrated Reporting Council (IIRC) (2013), *Il Framework <IR> Internazionale*, disponibile a <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2014/04/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Italian.pdf>.

- «relazione con gli *stakeholder*»: tale documento deve fornire informazioni in maniera dettagliata, in merito alla qualità delle relazioni esistenti tra l'organizzazione e i suoi *stakeholder*, evidenziando la misura in cui l'impresa è in grado di soddisfare le loro esigenze, bisogni, interessi e aspettative. In questo modo si migliora la trasparenza nelle comunicazioni aziendali, che costituisce un valore chiave nel rapporto con gli interlocutori dell'organizzazione;
- «materialità»: un report integrato deve contenere informazioni concise che siano materiali per valutare la capacità dell'organizzazione di creare valore nel breve, medio e lungo termine. In caso contrario, eventuali omissioni di questi aspetti renderebbero il documento incompleto e quindi poco utile ai fini per cui è predisposto;
- «sinteticità»: gli elementi contenuti devono essere tali da non appesantirne la struttura, ma comunque devono consentire all'interlocutore di comprendere la *governance*, la strategia, le performance e le prospettive future;
- «attendibilità e completezza»: il report integrato deve rendere espliciti in maniera obiettiva tutti i *material topics* sia positivi che negativi;
- «coerenza e comparabilità»: le informazioni rendicontate devono essere coerenti dal punto di vista temporale e devono poter essere comparabili con quelle di altre organizzazioni.

In merito al contenuto del report integrato, il Framework <IR> individua i seguenti elementi che sono collegati tra loro e che possono coesistere (IIRC, 2013):

1. «presentazione dell'organizzazione e dell'ambiente esterno»: questo elemento richiede di rispondere alla domanda relativa all'attività svolta dall'impresa e al contesto di riferimento, in modo da rendere maggiormente riconoscibile la stessa e da contraddistinguersi dalle altre;
2. «*governance*»: il report integrato deve contenere informazioni relative alla struttura e ai processi societari da mettere in atto con lo scopo di creare valore e consolidare la reputazione aziendale;
3. «modello di business»: questa sezione offre uno strumento che consente al management di gestire le principali dinamiche che si ripercuotono sul business e sulla creazione di valore;

4. «rischi e opportunità»: tale documento deve individuare le sfide chiave interne ed esterne a cui si espone l'impresa e che influiscono sulla capacità di generare valore nel breve, medio e lungo termine;
5. «strategia e allocazione delle risorse»: identifica quali sono gli obiettivi strategici e gli strumenti e i piani necessari al loro ottenimento;
6. «performance»: l'*integrated report* deve contenere informazioni qualitative e quantitative relativamente al raggiungimento o alla capacità di conseguire gli obiettivi prefissati;
7. «prospettive»: in questa sezione devono anche essere individuati i cambiamenti e le incertezze che un'impresa sarà probabilmente chiamata a fronteggiare e spiegarne il loro potenziale impatto sul modello di business e sulle performance future;
8. «base di preparazione e presentazione»: la domanda chiave per tale ultimo elemento è la seguente: «in che modo l'organizzazione determina gli aspetti da includere nel report integrato e come vengono quantificati e valutati tali aspetti?» (IIRC, 2013).

Il report integrato deve contenere anche una dichiarazione predisposta dai componenti della *governance*, in cui specificano la propria responsabilità e assicurano la veridicità delle informazioni rendicontate, e un'attestazione dell'adozione dei Framework <IR>.

Il primo bilancio integrato, che combina insieme dati finanziari con dati non finanziari, è stato pubblicato nel 2002 dalla società di biotecnologia danese Novozymes; in Italia, il primato è da attribuire all'impresa dell'energia ENI.

Sebbene il report integrato costituisca senza dubbio un documento dal contenuto rivoluzionario rispetto al bilancio d'esercizio tradizionale e al bilancio di sostenibilità, non è estraneo a critiche e perplessità. Tra queste, si citano sicuramente la questione spinosa legata al tema della materialità, i costi ancora troppo elevati del processo di *integrated thinking* e *integrated reporting* e, infine, lo scetticismo culturale che ancora ostacola la diffusione di questo strumento soprattutto nelle piccole e medie imprese.

2.3 Costi e benefici della disclosure non finanziaria

La decisione di comunicare l'impegno sociale in merito alle tematiche ambientali e sociali oltre che economiche richiede al management una scelta in termini di *trade-off* tra costi e benefici della *disclosure* non finanziaria.

Infatti, come evidenziato da A. Quagli (2004), i costi legati all'informativa volontaria possono essere di diverse tipologie: primi fra tutti si citano quelli diretti di diffusione, cioè quelli legati alla ricerca, al monitoraggio, all'elaborazione e alla diffusione dei dati necessari; un secondo tipo sono i cosiddetti costi competitivi, derivanti dal disvelamento ai concorrenti di informazioni riguardanti la gestione aziendale, che potrebbe tradursi in uno svantaggio competitivo soprattutto in quei settori in cui la competizione si gioca sul prezzo (Dye, 1985); i cosiddetti *bargaining cost* costituiscono una terza tipologia di costi che derivano dall'incremento del potere contrattuale dei clienti, fornitori e dipendenti; inoltre, la disponibilità di informazioni potrebbe anche far sorgere dei costi (*litigation cost*) a seguito di cause giudiziarie intentate nel caso in cui i dati comunicati si rivelino poi infondati; infine, un'ultima categoria è quella dei costi di continuità dell'informativa volontaria, che sono espressione dell'impegno aziendale a mantenere un elevato livello di *disclosure*. Tuttavia, soprattutto in presenza di periodi sfavorevoli per l'organizzazione, questa non potrà comunque disattendere le aspettative degli *stakeholder*, che interpreterebbero negativamente la carenza informativa e ciò si ripercuoterebbe sulle loro relazioni con l'azienda stessa.

Un ulteriore problema legato alla comunicazione volontaria consiste nella percezione della sua affidabilità da parte della platea di interlocutori a cui essa si rivolge. Per questo, i documenti sono sottoposti al vaglio e all'attestazione da parte di revisori esterni, in modo da aumentare la credibilità dei report.

Sebbene sia evidente che la divulgazione di informazioni non finanziarie sollevi dei costi interni per l'azienda, la rendicontazione sui temi ESG porta con sé numerosi vantaggi per le organizzazioni e consente a queste di valorizzare le proprie peculiarità e tratti distintivi. Tra questi, si citano il consolidamento della legittimazione, l'incremento dell'efficacia nel dialogo con gli *stakeholder* e la loro partecipazione e approvazione, il miglioramento della *brand reputation*, la creazione di una fonte di vantaggio competitivo rispetto ai competitors e l'incremento dell'efficienza dei processi e la riduzione degli sprechi; inoltre, la fidelizzazione del personale consente di potenziare i rapporti di lavoro, la produttività e la consapevolezza dei dipendenti. A ciò si aggiunge anche la possibilità, attraverso la predisposizione di un *sustainability report*, di evitare o mitigare i rischi ambientali e

sociali, instaurando così un circolo virtuoso di miglioramento del valore aziendale, sociale, ambientale e finanziario.

Tuttavia, lo studio condotto da Ernst & Young in collaborazione con il Centro per la Corporate Citizenship del Boston College⁴⁷ ribadisce che i benefici offerti dall'attività di *reporting* non finanziario non sono circoscritti soltanto alla sfera degli *intangibles*. Infatti, l'incremento della liquidabilità dei titoli costituisce un ulteriore incentivo per le imprese alla *disclosure* non finanziaria. Questo perché, come si approfondirà meglio in seguito, un maggior livello di trasparenza riduce le asimmetrie informative tra investitori ed emittenti, diminuendo anche l'eventualità che si tratti di un investimento svantaggioso. La trasparenza, dunque, è un pilastro fondamentale se si parla di rendicontazione non finanziaria. Le imprese, però, devono selezionare attentamente le informazioni da divulgare, per evitare che gli interlocutori siano distolti dalle questioni chiave.

In Europa, si inizia a parlare in modo organico di rendicontazione e di misurazione delle performance sociali delle organizzazioni a partire dagli anni '70 del 1900, periodo in cui queste iniziano a comunicare le iniziative intraprese in materia di CSR e a incorporare comportamenti socialmente responsabili all'interno delle funzioni aziendali. In Italia, però, questo si tradurrà in proposte ed esperienze specifiche solo intorno agli anni '90. Recentemente, il tema della sostenibilità ha acquisito visibilità all'interno delle agende dei *policy makers* nazionali e internazionali. A questo proposito si cita la Direttiva dell'Unione Europea 2014/95/EU sulla *disclosure* non finanziaria che verrà analizzata nel dettaglio nel paragrafo 2.4.

Ad oggi, anche a seguito dell'introduzione della normativa a livello europeo e italiano, è notevolmente aumentata da parte degli *stakeholder* la richiesta di una maggiore trasparenza delle società su questi temi, non limitata solo alle grandi società, ma allargata a tutti i livelli dimensionali. J. L. Campbell (2006) sostiene che l'impegno aziendale nell'implementazione di comportamenti socialmente responsabili e nella segnalazione di questi si verifichi soprattutto in quei contesti in cui esiste un sistema legale ben sviluppato e una pressione coercitiva e normativa significativa, che cerca di proteggere tutti gli *stakeholder* e non solo gli azionisti.

⁴⁷ EY e Center for Corporate Citizenship (2013), *Value of sustainability reporting. A study by EY and Boston College Center for Corporate Citizenship*, disponibile a http://globalsustain.org/files/ACM_BC_Corporate_Center.pdf.

Gray et al. (1995) dimostrano che la già citata teoria della legittimità possa offrire spunti interessanti nell'individuazione delle motivazioni che spingono le imprese alla divulgazione della sostenibilità. Infatti, ritengono che tale *disclosure* ambientale e sociale contribuisca a rafforzare l'immagine aziendale o a colmarne le lacune, in un contesto dove si registra un generale incremento delle preoccupazioni in merito a tali questioni e la richiesta di prestazioni di sostenibilità almeno soddisfacenti.

I messaggi che le imprese intendono veicolare attraverso il *reporting* di sostenibilità possono essere distinti in tre tipologie principali:

- comunicazione propositiva, intesa come la ricerca di un dialogo da parte dell'organizzazione con la platea degli *stakeholder* senza aver subito pressioni o sollecitazioni esterne;
- comunicazione di reazione;
- comunicazione di risposta a stimoli esterni provenienti dalla pubblica amministrazione, dalla comunità o da qualsiasi altro portatore di interesse.

Tuttavia, la diffusione della convinzione che gli strumenti di CSR *disclosure* possano essere usati in maniera opportunistica ha fatto sorgere alcune perplessità tra gli studiosi e accademici; a ciò si aggiunge il carattere, nella maggior parte dei casi, volontario, tipico delle pratiche di rendicontazione non finanziaria, che acuisce le incertezze intorno a queste.

Bisogna, quindi, chiarire quali siano i motivi che spingono un'organizzazione a comunicare informazioni in merito al proprio operato, anche al di là di esplicite previsioni normative. A questo proposito, è possibile individuare almeno cinque teorie che tentano di spiegare le ragioni che influenzano positivamente o negativamente la scelta di rendicontare in maniera volontaria alcune informazioni, indipendentemente dagli obblighi legislativi (Cordazzo et al., 2020). La prima è la *agency theory*, che definisce il rapporto di agenzia come una relazione contrattuale «in base al quale una o più persone (il/i principale/i) ingaggiano un'altra persona (l'agente) per eseguire un servizio per loro conto, il che implica la delega di una certa autorità decisionale all'agente» (Jensen, Meckling, 1976, p. 308)⁴⁸. Pertanto, in presenza di asimmetrie informative, l'agente tenderà a sfruttare a proprio vantaggio le informazioni di cui dispone, massimizzando il

⁴⁸ Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 305-360.

proprio benessere a discapito del principale. La *disclosure* volontaria, quindi, è finalizzata a ridurre i costi derivanti da queste divergenze negli interessi.

La seconda è la *signalling theory*, che giustifica la scelta di comunicare informazioni di carattere non finanziario con il fine di ridurre le asimmetrie informative tra i vari attori che operano sul mercato. In particolar modo, questa decisione sarà presa soprattutto dalle organizzazioni con elevate performance, in modo da influenzare positivamente la percezione degli azionisti.

Connessa a queste due teorie, si è sviluppata la cosiddetta *proprietary cost theory* (Verrecchia, 1983) che, sebbene riconosca gli effetti positivi generati dalla riduzione dell'asimmetria informativa attraverso un'attività di divulgazione volontaria, ne mette in luce i costi, interni ed esterni, che tale diffusione comporta per l'impresa. Tale elemento, perciò, si configura come un possibile ostacolo alla decisione di comunicare le informazioni. Di conseguenza, un'impresa effettuerà tale scelta solo se i costi interni ed esterni connessi saranno compensati dai vantaggi attesi.

A fianco di queste tre teorie di matrice economica, si collocano anche la *stakeholder theory* e la teoria della legittimità, già trattate nel capitolo precedente, che analizzano, invece, le pressioni sociali e politiche che potrebbero influenzare le scelte di divulgazione delle informazioni da parte delle imprese.

Si ricava, pertanto, che costo del capitale e *disclosure* volontaria hanno una relazione inversa: a un maggior livello di trasparenza corrisponde una riduzione del costo del capitale (Shehata, 2014).

In aggiunta, Adams (2002) individua tre categorie di variabili che possono influenzare il livello di *disclosure* non finanziaria. Queste sono⁴⁹:

- le caratteristiche aziendali: la dimensione aziendale costituisce una variabile importante in grado di influenzare il livello di rendicontazione sociale;
- i fattori contestuali generali: sebbene sia più complesso rispetto al punto precedente individuare una relazione tra il livello di comunicazione e il contesto generale, in letteratura alcuni sostengono che il Paese di origine della società possa condizionare l'entità della divulgazione (per esempio Adams et al., 1995,1998; Adams and Kuasirikun, 2000). D. M. Patten (1992) ha rilevato che specifici eventi

⁴⁹ Adams, C. A. (2002), "Internal organizational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorising", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15 (2), pp. 223-250.

possono aumentare l'entità della rendicontazione aziendale, mentre R.W. Roberts (1992) ha scoperto una correlazione tra l'attività di *disclosure* non finanziaria e il potere degli *stakeholder*;

- i fattori di contesto interno: tra questi elementi, rientrano la presenza di un comitato per il rendiconto sociale d'impresa e i cambiamenti nella presidenza della società.

Sempre nell'ambito degli studi che puntano a individuare le ragioni che spingono le organizzazioni a rendicontare le proprie attività in materia di sostenibilità, si collocano anche Bebbington, Larrinaga e Moneva (2008). Essi, nel loro *paper*⁵⁰, tentano di valutare la plausibilità dell'affermazione secondo cui l'attività di *reporting* non finanziario possa essere percepita come parte dei processi di gestione del rischio reputazionale, in quanto la reputazione è influenzata tanto dal comportamento aziendale quanto dalla percezione della stessa da parte del mercato.

2.4 Legislazione comunitaria e nazionale in materia di disclosure non finanziaria: la Direttiva 2014/95/UE e il D.Lgs. n. 254/2016

L'integrazione dei temi della sostenibilità non è solo il risultato di una scelta volontaria delle organizzazioni, ma talvolta si tratta di una risposta agli obblighi introdotti dalla legge. Questo rappresenta un cambio di paradigma in un'ottica di fornire una comunicazione più completa a tutti i portatori di interesse e di garantire un'omogeneità in termini di metodo e strumenti utilizzati.

Sebbene si sia detto che si inizia a parlare di responsabilità sociale laddove si varca la soglia dei doveri giuridici, l'Unione Europea prima e l'Italia poi si sono mosse affinché la CSR non fosse solo rimessa alla volontarietà delle organizzazioni.

Il primo tentativo dell'Unione Europea di regolamentare la rendicontazione sociale e ambientale è costituito dalla Direttiva 2003/51/CE del 18 giugno, recepita in Italia con il Decreto Legislativo n. 32/2007, con cui si raccomanda la divulgazione di informazioni attinenti alle tematiche ambientali e al personale, all'interno della relazione sulla gestione. Tuttavia, a causa dei risultati poco significativi ottenuti, il vero e proprio punto di svolta è rappresentato dalla Direttiva 2014/95/UE. Infatti, la Direttiva 2014/95/UE del

⁵⁰ Bebbington, J., Larrinaga, C., Moneva, J. M. (2008), "Corporate social reporting and reputation risk management", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21 (3), pp. 337-361.

Parlamento Europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014 (nota anche come Direttiva Barnier, dal nome del suo promotore) – che modifica la “Direttiva 2013/34/EU *per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni*” - prevede che le imprese di grandi dimensioni, le cosiddette *large undertaking*, comunichino nei loro report le informazioni riguardanti le politiche adottate, i rischi e i risultati raggiunti in materia di ambiente, gli aspetti relativi alla collettività e ai lavoratori e alla composizione del *board*, il rispetto dei diritti umani e le questioni legate al tema dell’anticorruzione.

Si tratta di un approccio che, seppur abbastanza timido, riesce a trasferire il tema della RSI, dall’eterogeneo piano della volontarietà delle iniziative filantropiche, al piano degli obblighi cogenti. La *ratio* di tale disposto normativo, infatti, è quella di migliorare l’*accountability*, la standardizzazione e la trasparenza dell’informativa non finanziaria, nel solco del crescente interesse e sensibilità verso le tematiche sociali, ambientali ed etiche. Tali obblighi, ai sensi dell’art. 1 punto 1) paragrafo 1 della Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio dell’Unione Europea, possono essere ricondotti a cinque ambiti principali⁵¹:

- aspetti ambientali;
- aspetti sociali;
- aspetti attinenti al personale;
- aspetti attinenti al rispetto dei diritti umani;
- aspetti concernenti la lotta contro la corruzione attiva e passiva.

La Direttiva prevede, inoltre, l’applicazione del principio “*comply or explain*” alle imprese tenute a rendicontare le informazioni di carattere non finanziario, ovvero l’obbligo di giustificare eventuali omissioni di alcune informazioni richieste dal disposto normativo.

Ovviamente non sono mancate le critiche mosse contro tale intervento dell’Unione Europea. Infatti, teorici e manager temono che il vincolo introdotto dalla nuova regolamentazione possa impattare negativamente sui livelli di performance finanziaria delle imprese e causare un aumento dei costi amministrativi e di controllo. M. Luque-Vílchez e C. Larrinaga (2016) mettono in dubbio l’effettivo vantaggio che tale normativa

⁵¹ Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2016), *Direttiva 2014/95/UE sulla disclosure non finanziaria e sulla diversità nella composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo*, disponibile a <https://commercialisti.it/visualizzatore-articolo?articleId=1309808&plid=323451>.

possa generare in termini di qualità e numero di relazioni non finanziarie redatte, mentre altri ancora temono che le informazioni divulgate siano solo pro-forma e che nascondano invece una gestione del business irresponsabile.

2.4.1 La Dichiarazione di carattere non finanziario (DNF)

La Direttiva 2014/95/UE è stata recepita nell'ordinamento italiano dal Decreto Legislativo n. 254 del 30 dicembre 2016⁵², che richiede ai soggetti individuati dallo stesso di predisporre la Dichiarazione di carattere non finanziario (DNF). Il D.Lgs. n. 254/2016 rappresenta indubbiamente un'importante innovazione in materia di *corporate reporting*, rendendo obbligatoria la comunicazione di una serie di informazioni prima solo volontaria, che però dovrà tradursi anche in un'evoluzione delle pratiche manageriali. Nonostante il D.Lgs. n. 254/2016 discenda dal Decreto dell'Unione Europea, questi due documenti presentano alcune differenze riassunte di seguito (Cordazzo et al., 2020):

- i soggetti obbligati, ai sensi della Direttiva 2014/95/UE, sono le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico (EIP) e che, alla data di chiusura del bilancio, abbiano occupato in media almeno 500 dipendenti nel corso dell'esercizio finanziario. Pertanto, si ricava l'assenza di qualsiasi riferimento ai limiti riguardanti l'attivo patrimoniale e i ricavi netti, presenti invece all'interno del testo del D.Lgs. n. 254/2016;
- nel D.Lgs. n. 254/2016 è contenuto un rimando al D.Lgs. n. 231/2001 in tema di responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, assente all'interno della Direttiva, in quanto tale Decreto Legislativo trova applicazione soltanto nel contesto italiano;
- soltanto nel Decreto italiano è contenuto il comma 2 dell'art. 3, che richiede l'indicazione "almeno" dell'utilizzo di risorse energetiche, delle emissioni di gas a effetto serra e inquinanti, dell'impatto sull'ambiente e sulla salute e sicurezza, degli aspetti sociali e riguardanti la gestione del personale, il rispetto dei diritti umani e la lotta alla corruzione attiva e passiva. Dunque, il termine "almeno" segnala la discrezionalità che il legislatore riconosce alle società nella definizione del

⁵² Per il testo della norma si fa riferimento al sito internet della Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, disponibile a <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/01/10/17G00002/sg>.

contenuto e degli ambiti di rendicontazione, che possono essere ampliati anche laddove non siano espressamente specificati dalla norma;

- il legislatore italiano offre la possibilità alle organizzazioni di integrare gli standard di rendicontazione nazionali, unionali o internazionali con altre metodologie e principi autonomi sviluppati dall'emittente nella predisposizione della DNF. La scelta di adozione di una metodologia autonoma deve essere descritta in maniera chiara e articolata, oltre che motivata all'interno della DNF stessa (art. 3 comma 4).

Quanto previsto dal Decreto in oggetto trova applicazione a decorrere dagli esercizi finanziari che iniziano a partire dal 1° gennaio 2017.

La struttura della Direttiva e del Decreto è tale da consentire comunque degli spazi alla discrezionalità delle imprese nella scelta delle informazioni da divulgare, seppur all'interno di un perimetro cogente previsto dal testo normativo. Questo elemento permette perciò di beneficiare contemporaneamente dei vantaggi tipici di una *disclosure* obbligatoria e di quelli peculiari di una comunicazione volontaria.

2.4.1.1 L'ambito soggettivo

Sul piano soggettivo il D.Lgs n. 254/2016 individua tra coloro che sono tenuti a predisporre la dichiarazione non finanziaria (DNF) gli enti di interesse pubblico, di cui all'art. 16, comma 1, del D.Lgs. n. 39/2010, che abbiano superato in media i 500 dipendenti occupati durante l'esercizio finanziario, e gli EIP che sono società capogruppo di gruppi di grandi dimensioni. Tale obbligo scatta al momento del superamento di una delle due seguenti soglie:

- «totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore a 20.000.000 di euro»;
- «ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiori a 40.000.000 di euro» (art 2, comma 1).

Si tratta di limiti da verificare alla data di chiusura del bilancio.

Sussistono, poi, delle "ipotesi di esonero" e dei "casi di equivalenza", ai sensi dell'art. 6 del medesimo Decreto Legislativo. Infatti, un ente di interesse pubblico non è obbligato a redigere la Dichiarazione di carattere non finanziario «qualora esso rediga una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi dell'art. 4» oppure nel caso in cui esso o le sue eventuali società figlie siano considerate all'interno della DNF consolidata redatta «da un'altra società madre soggetta ai medesimi obblighi oppure da

una società madre europea che redige tali dichiarazioni ai sensi e conformemente agli articoli 19-bis e 29-bis della direttiva 2013/34/UE» (art. 6, comma 1).

Inoltre, qualora l'EIP fosse una società madre di un gruppo di grandi dimensioni può astenersi dalla predisposizione della DNF al verificarsi di quanto disposto dall'art. 6 al comma 2, ovvero nel caso in cui sia anche una società figlia compresa all'interno del perimetro di rendicontazione non finanziaria di «una società madre soggetta ai medesimi obblighi o di una società madre europea che redige tali dichiarazioni [...]» (art. 6, comma 2).

Allo stesso tempo, è prevista la possibilità di redigere volontariamente la Dichiarazione di carattere non finanziario, attenendosi a quanto disposto dal D.Lgs. n. 254/2016 e con apposizione della dicitura di conformità, per i soggetti diversi da quelli gravati dall'obbligo ai sensi dell'art. 2 del Decreto Legislativo enucleato.

La DNF può essere individuale o consolidata.

2.4.1.2 L'ambito oggettivo

Una volta definiti i soggetti che sono obbligati a redigere la Dichiarazione di carattere non finanziario, l'art. 3, comma 1, del D.Lgs. n. 254/2016 delinea gli elementi trattati nella DNF, documento che va a integrare e completare l'informativa contenuta nel bilancio d'esercizio. Questi devono riguardare temi ambientali, sociali, concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani, la lotta contro la corruzione attiva e passiva, che siano rilevanti per l'attività di impresa, per il suo andamento, per i suoi risultati e per l'impatto generato dalla stessa.

Il comma 8 dell'art. 3 introduce la facoltà, in casi eccezionali, di omettere la divulgazione di «informazioni concernenti sviluppi imminenti ed operazioni in corso di negoziazione», la cui pubblicità potrebbe compromettere la posizione strategica aziendale. Nel caso in cui l'ente di interesse pubblico intenda avvalersi di questa facoltà, dovrà esserne data indicazione nella dichiarazione non finanziaria rimandando esplicitamente a questo comma.

A sostegno della tesi della limitatezza del contenuto informativo dei profili individuati dalla norma, si cita quanto affermato dalla Consob nel 2017. Tale ente, nel documento di consultazione del 21 luglio, ritiene che queste tematiche debbano essere rendicontate

solo nella misura in cui siano significative, in funzione dell'attività specifica svolta dall'organizzazione e delle sue caratteristiche⁵³.

2.4.1.3 Pubblicità della dichiarazione

La DNF può essere redatta come documento autonomo o essere inclusa all'interno di un'apposita sezione della relazione sulla gestione o ancora può essere inserita in un documento più ampio, come per esempio il bilancio di sostenibilità, a condizione che si utilizzi la dicitura "Dichiarazione non finanziaria redatta ai sensi del D.Lgs. n. 254/2016" (art. 5, comma 1, lettera b) D.Lgs. n. 254/2016). Per i soggetti che scelgono di ricomprenderla all'interno della relazione sulla gestione, «si considerano assolti gli obblighi di cui al primo e secondo comma dell'articolo 2428 del Codice civile, all'articolo 41, comma 2, del Decreto Legislativo 18 agosto 2015, n. 136, e di cui all'articolo 94, al comma 1-bis, del Decreto Legislativo 7 settembre 2005, n. 209, limitatamente all'analisi delle informazioni di carattere non finanziario» (art. 3, comma 9). In particolare, i commi 1 e 2 dell'art. 2428 c.c. prevedono che gli amministratori predispongano una relazione da cui devono emergere la situazione della società, l'andamento del risultato della gestione, gli indicatori di risultato finanziari e anche quelli non finanziari pertinenti all'attività specifica della società inerenti all'ambiente e al personale.

2.4.1.4 Responsabilità e verifica della conformità della dichiarazione

Per quanto concerne le tipologie di controllo previste dal D.Lgs. n. 254/2016, ne vengono individuate tre: verifica dell'adempimento agli obblighi formali di redazione e pubblicità della dichiarazione, monitoraggio delle modalità di redazione e dei contenuti rendicontati e, infine, vigilanza dell'osservanza delle disposizioni previste dal testo normativo in oggetto.

Infatti, ai sensi del comma 7 dell'art. 3 del presente Decreto, sono gli amministratori i soggetti responsabili della pubblicazione della Dichiarazione di carattere non finanziario in conformità con quanto previsto dal legislatore. All'organo di controllo, invece, compete, «nell'ambito dello svolgimento delle funzioni ad esso attribuite dall'ordinamento», la

⁵³ Documento di consultazione Consob 21 luglio 2017, p. 6 nota a piè di pagina n. 4.

vigilanza sull'adempimento degli obblighi di legge e la relativa comunicazione all'assemblea all'interno della relazione annuale (art. 3, comma 7).

In aggiunta, il soggetto designato alla revisione legale del bilancio deve anche verificare l'effettiva predisposizione della dichiarazione non finanziaria. Egli o un altro soggetto appositamente incaricato, inoltre, è chiamato anche a redigere un'attestazione in merito alla conformità della DNF con il disposto normativo.

Ai sensi dell'art. 9 del D.Lgs. n. 254/2016, qualora la dichiarazione non finanziaria sia redatta in maniera incompleta o non in conformità con le disposizioni normative (art. 3 e 4 del Decreto Legislativo in oggetto), la Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) può richiedere che vengano apportate le modifiche e le integrazioni necessarie, fissando anche il termine entro cui ciò deve avvenire.

2.4.1.5 Profili sanzionatori

Il D.Lgs. n. 254/2016, nell'art. 8, introduce un regime sanzionatorio di natura amministrativa in caso di violazione degli obblighi previsti dal Decreto stesso. In particolare, tali sanzioni, di importo compreso tra €20.000 e €100.000 eventualmente ridotto a un terzo in caso di deposito tardivo entro i 30 giorni successivi dalla scadenza del termine, sono poste a carico dell'organo amministrativo dell'ente di interesse pubblico che non abbia ottemperato all'obbligo di depositare la dichiarazione presso il registro delle imprese entro la scadenza prescritta. Altre sanzioni sono previste per la mancata conformità della DNF alle disposizioni del Decreto (sanzione amministrativa pecuniaria da €20.000 e €100.000) o in caso di omissioni di fatti materiali rilevanti o di esposizione di fatti materiali non rispondenti al vero, previsti ai sensi degli artt. 3 e 4 del Decreto stesso (sanzione amministrativa pecuniaria da €50.000 e €150.000).

Le sanzioni possono colpire anche i componenti dell'organo interno di controllo soltanto laddove questi abbiano omesso, in contravvenzione ai loro doveri di vigilanza e di referto, di comunicare all'assemblea la mancata conformità della dichiarazione o in caso di omissione o di esposizione di fatti non rispondenti al vero.

Il soggetto attestatore, invece, può incorrere in una sanzione pecuniaria da €20.000 fino a €100.000 in caso di omessa attestazione della conformità o qualora questa sia avvenuta «in violazione dei principi di comportamento e delle modalità di svolgimento dell'incarico di verifica di cui all'articolo 9, comma 1, lettera c)».

Infine, le sanzioni fin qui presentate, sebbene ridotte della metà, trovano applicazione anche in capo agli amministratori e ai componenti dell'organo di controllo (se presente) di quegli enti che pubblicano la DNF volontariamente.

Tuttavia, va precisato che le società hanno la facoltà di riportare la dicitura di conformità, anche derogando a quanto disposto dall'art. 3, purché nella DNF sia chiaramente indicato, tanto nell'intestazione quanto al suo interno, il mancato assoggettamento all'attività di controllo e si richiede che, alla data di chiusura dell'esercizio di riferimento, vengano soddisfatti almeno due dei limiti sottoriportati:

- 1) «numero di dipendenti durante l'esercizio inferiore a 250;
- 2) totale dello stato patrimoniale inferiore a 20 milioni di euro;
- 3) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni inferiore a 40 milioni di euro» (art. 7, comma 3).

L'accertamento della violazione e la comminazione delle sanzioni pecuniarie sono prerogative della Consob e le somme incassate dal pagamento di queste costituiscono delle entrate per lo Stato.

Il quadro giuridico in Italia si completa considerando il "Regolamento Consob *sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario*", adottato con delibera n. 20267 del 18.01.2018 (in G.U. n. 21 del 26.01.2018) e che attua il D.Lgs. n. 254/2016, e con la Comunicazione della Commissione europea relativa agli "*Orientamenti sulla comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario)*", in GUCE 5.07.2017 (2017/C 215/01), ai sensi dell'art. 2 della Direttiva 2014/95/UE, che assolve alla funzione di elaborazione di linee guida non vincolanti ma ugualmente autorevoli.

In termini generali, la Direttiva è stata accolta da pareri favorevoli. Tuttavia, non sono mancate le obiezioni sollevate dagli attivisti per la responsabilità aziendale. Tra questi si cita Jérôme Chaplier, coordinatore dell'organizzazione della società civile *European Coalition for Corporate Justice* (ECCJ), che, nel comunicato stampa del 15 aprile 2014, ritiene che, nonostante i buoni propositi, questa disposizione sia un'"occasione persa", a causa dell'"indebolimento" del testo normativo originale e del troppo ristretto ambito di applicazione, tale da pregiudicare l'effettivo cambiamento nel processo di rendicontazione d'impresa (Kinderman, 2015).

2.5 GRI - Global Reporting Initiative

A seguito dello sviluppo del *reporting* della sostenibilità, sono state numerose le iniziative promosse con lo scopo di individuare una serie di standard volontari di rendicontazione. Tra questi emergono le linee guida proposte dal GRI (Global Reporting Initiative) sulle quali ci si focalizzerà in questo elaborato (salvo la breve parentesi sull'<IR> Framework del paragrafo precedente). Infatti, in ambito di *best practices*, queste sono quelle condivise a livello globale e rappresentano un tentativo di miglioramento della comparabilità e standardizzazione nell'attività di *sustainability reporting*. Brown et al. (2009) e Buhr et al. (2014), a tal proposito, sostengono che queste siano quelle maggiormente influenti nell'ambito del *reporting* di sostenibilità. Questo comunque non esclude che delle diversità nei contesti nazionali e culturali possano influenzare la confrontabilità delle *guidelines*.

Le ragioni di tale successo sono da rinvenire nei seguenti tre aspetti: l'utilizzo di indicatori ambientali, sociali e della *governance* per misurare le performance aziendali, l'adozione di un approccio *multistakeholder* che unisce e considera i punti di vista di tutti i portatori di interesse e, infine, la possibilità di adottare le linee guida GRI anche da parte delle piccole e medie imprese. Dunque, queste *guidelines* non si limitano a fornire solo un elenco di contenuti da includere nel documento ma offrono un ampio sistema di indicatori, utilizzabile da un insieme eterogeneo di imprese.

Il Global Reporting Initiative è un'istituzione indipendente senza scopo di lucro, fondata nel 1997 a Boston, che ha aperto le porte alla rendicontazione di carattere non finanziario. Il progetto GRI è iniziato principalmente per colmare il vuoto esistente fino a quel momento in merito al contenuto dei report di sostenibilità.

La *mission* è quella di sviluppare e diffondere degli strumenti di rendicontazione che abbiano valenza globale per il *reporting* di sostenibilità. Inoltre, si prefigge anche l'obiettivo di superare le criticità che affliggevano i bilanci sociali e ambientali quali, per esempio, l'eccessiva varietà del linguaggio e la scarsa verificabilità della veridicità delle informazioni divulgate.

Il GRI nasce come un'iniziativa promossa dall'organizzazione non-profit CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies) e dall'UN Environment Programme (UNEP), programma ONU per l'ambiente. Si tratta di un'organizzazione, con sede ad Amsterdam, i cui membri appartengono al contesto aziendale o al settore pubblico ed eleggono un consiglio degli *stakeholder* che, a sua volta, nomina il consiglio di amministrazione.

Il Global Sustainability Standards Board (GSSB), una commissione indipendente e multidisciplinare, è responsabile dell'emanazione degli standard secondo un approccio *multi-stakeholder*. Questi sono stati progettati in modo tale da armonizzarsi con gli standard OCSE per le organizzazioni multinazionali, con la norma ISO 26000 e con l'UN Global Compact.

Le GRI *Guidelines*, improntate sul principio di trasparenza, si fondano sull'applicazione della già citata *Triple Bottom Line*, in quanto gli indicatori di performance assumono un carattere multidimensionale e vengono suddivisi tra i diversi ambiti di intervento/impatto aziendale, che sono fatti convergere in un unico documento. Pertanto, queste linee guida devono far sì che il bilancio di sostenibilità non sia considerato come fine a sé stesso, ma come uno strumento strategico che alimenta un continuo processo di miglioramento e di coinvolgimento degli interlocutori.

Esse sono state formulate con lo scopo di supportare le organizzazioni nella rendicontazione in maniera integrata della sostenibilità, attraverso l'individuazione e la descrizione di una serie di principi e di contenuti da utilizzare al fine di garantire la qualità delle informazioni fornite, indipendentemente dalle dimensioni, dall'attività aziendale e dalla localizzazione. Questi sono la trasparenza, lo *stakeholder engagement* (coinvolgimento degli *stakeholder*), anche nella fase di predisposizione dei principi stessi, e la verificabilità da parte di soggetti controllori, interni ed esterni. Per raggiungere tali fini, dunque, le linee guida sono state progettate in modo da essere allo stesso tempo strutturate, in quanto prevedono dei requisiti minimi, e flessibili, dal momento che i requisiti minimi possono essere integrati con informazioni che variano a seconda delle specificità dei settori di appartenenza. In questo modo, si rende più semplice la comparazione delle performance sociali e ambientali delle imprese e si evita l'adozione di soluzioni solo "di facciata". Inoltre, una maggior trasparenza nella diffusione delle informazioni in merito a tali temi apre le porte a un ampio spettro di possibili vantaggi immateriali, come il rafforzamento della reputazione aziendale e una crescente fedeltà nei confronti della stessa da parte dei consumatori.

Infine, le linee guida sono utilizzate dalle organizzazioni anche per condurre un'analisi di *benchmark* e una valutazione delle performance di sostenibilità, in relazione a quelle di periodi precedenti o di altre imprese, e per mettere in luce le modalità con cui lo sviluppo sostenibile influenza ed è influenzato dall'operato aziendale.

Da questa panoramica appena condotta con riferimento alle linee guida GRI è possibile mettere in luce alcune differenze rispetto al Framework < IR>, presentato in precedenza. La prima è legata alla discordanza dell'approccio adottato: mentre il *framework* GRI si focalizza sul concetto di “*stakeholder*”, quello dell'International Integrated Reporting Council si basa sulla nozione di “capitale” e di “processo di creazione del valore”. Inoltre, l'<IR> Framework non presenta degli specifici standard da seguire ma individua una struttura (*framework*) in linea con l'approccio dell'“*integrated thinking*”, che ciascuna organizzazione deve rispettare affinché il report sia redatto in conformità con tale *framework*. Questa differenza si trasmette anche in termini di finalità perseguite: se gli standard GRI costituiscono uno strumento per indirizzare le organizzazioni verso un report di sostenibilità più dettagliato e di alto livello, l'<IR> Framework si concentra sulla loro capacità di generare valore nel breve, medio e lungo termine.

Nonostante il *framework* GRI abbia ricevuto consensi e sia applicato a livello globale, alcuni oppositori ne hanno criticato l'eccessiva dispersività dei suoi principi di sostenibilità e l'eccessiva flessibilità e autonomia lasciata alle organizzazioni nella decisione di divulgazione sociale e ambientale (Moneva et al., 2006).

2.5.1 La nuova versione delle linee guida GRI: i “GRI Standards”

Le linee guida costituiscono un supporto alle imprese nel processo di redazione del bilancio di sostenibilità, con lo scopo di integrare e sintetizzare in tale documento i risultati economici, ambientali e sociali. Inoltre, l'adozione di un approccio multisetoriale e multidisciplinare rende il GRI un *trait d'union* tra i diversi settori, pubblici e privati, e tra le diverse imprese.

La prima versione delle linee guida (*GRI's Sustainability Reporting Guidelines*) viene formulata nel 2000, ma solo nel 2002, a seguito di un processo di revisione, viene presentato, in occasione del World Summit on Sustainable Development di Johannesburg, lo standard finale e sono 50 le organizzazioni a utilizzarlo. Nella versione del 2002 (G2), gli indicatori sono distinti tra: *vision* e strategia, profilo della società, *governance* e struttura organizzativa, indicatori di performance.

Un'altra versione viene diffusa nell'ottobre del 2006 (linee guida G3) e aggiornata nel 2011(G3.1), nella Conferenza di Amsterdam. Tuttavia, è quella profondamente modificata nel 2013, indicata come GRI SR Guidelines G4, che spicca in termini di evoluzione e si

differenzia dalle precedenti sia in termini di contenuto che di forma. La struttura delle linee guida GRI G4 si articola in due parti: i *Reporting Principles and Standard Disclosures*, da un lato, e *The Implementation Manual*, in cui sono contenute le spiegazioni per applicare i principi di rendicontazione, dall'altro. Inoltre, esse prevedono anche la rendicontazione del processo necessario per arrivare a determinati risultati (*DMA Disclosure on Management Approach*).

In questo *framework*, il concetto di materialità delle informazioni comunicate acquisisce una posizione di centralità all'interno dei report di sostenibilità, in modo da superare le criticità che si erano riscontrate fino a quel momento, legate alla difficoltà per i lettori di comprendere il contenuto di tale documento, a causa della quantità di informazioni comunicate.

Quest'ultima versione è completata da una serie di documenti tecnici riguardanti temi specifici, il *G4 Sector Disclosure (Sector Supplements, Technical Protocols e Issue Guidance Documents)*, con l'obiettivo di aumentare il grado di customizzazione delle linee guida, adattandole maggiormente ai settori specifici. I supplementi di settore sono previsti per rispondere alle esigenze delle imprese che operano in settori particolari, come quello dei servizi finanziari (FS), operatori aeroportuali (AO), dei media (M), organizzazione di eventi (EO), edilizia e *real estate* (CRE), utenze elettriche, *food processing* (FP), *mining and metals* (MM), *NGO sector* (NGO), *oil and gas* (OG).

Il passaggio dall'adozione delle linee guida GRI G4 ai GRI Standards, dal punto di vista contenutistico, è stato facilitato dal paper "*Mapping G4 to the GRI Standards - Disclosures*" (GRI, 2017), che mette in relazione la precedente con la nuova versione degli standard, indicando le modifiche che sono intervenute⁵⁴. L'obiettivo che ha spinto il GRI alla revisione delle *guidelines* è quello di incrementare la chiarezza, la facilità d'uso e la verificabilità delle informazioni trasmesse, in modo idoneo a rendicontare l'impegno

⁵⁴ Global Reporting Initiative (2017), *Mapping G4 to GRI Standards-DISCLOSURES-FULL OVERVIEW*, disponibile a <https://www.globalreporting.org/standards/media/1098/mapping-g4-to-the-gri-standards-disclosures-full-overview.pdf>. Di tale documento ci si avvarrà anche nel corso dell'analisi empirica in particolare nella *content analysis*, in modo da poter rendere facilmente comparabili report di sostenibilità redatti facendo riferimento alle due diverse versioni degli standard.

aziendale in merito alle tematiche economiche, ambientali e sociali in diverse tipologie di documento (report annuale, bilancio di sostenibilità, report integrato)⁵⁵.

Nel 2016, pertanto, è stata pubblicata la nuova versione degli standard, denominata “*GRI Standards*”, applicata a tutti i report pubblicati a partire dal 1° luglio 2018, che ha introdotto delle novità soprattutto dal punto di vista formale, mentre sono piuttosto limitate le variazioni previste dal punto di vista contenutistico. I principali cambiamenti rispetto alla versione precedente, infatti, riguardano: l’introduzione di una struttura più flessibile e innovativa, l’adozione di un formato più intuitivo e comprensibile che sia in grado di adattarsi alle nuove leggi e regolamenti introdotti e la predisposizione di un protocollo per la formazione degli standard a cui partecipa una grande varietà di *stakeholder*. La modifica più significativa, però, riguarda l’impianto documentale complessivo che individua tre standard universali (GRI 101, GRI 102 e GRI 103), utilizzabili da qualsiasi organizzazione, e tre “*Topic-Specific Standards*”, ciascuno dei quali relativo a una specifica tematica tra quella economica, sociale e ambientale. Per ogni *topic* sono previsti degli indicatori di performance da rendicontare (*Disclosure*).

Si distinguono 36 volumi, ciascuno dei quali è denominato Standard, che sono suddivisi in 4 Serie⁵⁶:

- «*Serie 100 – Standard universali*»: costituisce il punto di partenza per l’adozione dei GRI Standards e comprende tre standard di rendicontazione universali applicabili da qualsiasi organizzazione. Questi sono: il “*GRI 101 Foundation*”, composto da tre sezioni, che «definisce i principi di rendicontazione per la definizione dei contenuti e della qualità del report». La prima sezione presenta i principi di rendicontazione, la seconda definisce il processo di base per la predisposizione di un bilancio di sostenibilità utilizzando gli standard GRI e, infine, la terza stabilisce le due modalità di utilizzo di questi standard e individua la corrispondente dichiarazione di responsabilità prevista per ciascuna di esse. Il “*GRI 102 General Disclosures*” fornisce informazioni di contesto, «sul profilo, sulla strategia, sull’etica e l’integrità, sulla *governance* di un’organizzazione, sulle

⁵⁵ Fondazione Nazionale dei Commercialisti (2015), *GRI Sustainability Reporting Guidelines e IIRC Integrated Reporting Framework. Spunti di riflessioni su due principali standard di sustainability reporting*, disponibile a <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/862>.

⁵⁶ Nella Tabella 12 in APPENDICE B si riporta l’elenco completo degli standard, ripartiti per ciascuno degli specifici ambiti di rendicontazione.

pratiche di coinvolgimento degli *stakeholder* e sul processo di rendicontazione»⁵⁷, mediante 56 informative. In particolare, queste sono suddivise in 6 aree: 1. “Profilo dell’organizzazione”, che contiene delle informazioni relative alle dimensioni, all’area geografica e all’attività di un’organizzazione (da 102-1 a 102-13); 2. “Strategia”, in cui viene fornita «una panoramica sulla strategia dell’organizzazione in materia di sostenibilità»⁵⁸ (102-14 e 102-15); 3. “Etica e integrità” (102-16 e 102-17); 4. “Governance”, al cui interno sono contenute informazioni riguardanti la struttura della *governance* e la sua composizione, i ruoli dei vari massimi organi di governo e la valutazione delle loro competenze e performance (da 102-18 a 102-39); 5. “Coinvolgimento degli stakeholder”, che riguarda le modalità con cui vengono coinvolti i vari portatori di interesse (da 102-40 a 102-44); 6. “Pratiche di rendicontazione”, che concerne il «processo intrapreso da un’organizzazione per la rendicontazione della sostenibilità»⁵⁹ (da 102-45 a 102-56).

Il “GRI 103 *Management Approach*” «è utilizzato per fornire informazioni su come un’organizzazione gestisce un tema materiale»⁶⁰;

- «*Serie 200 – Economic Standard*»: contenente 7 principi, definisce i requisiti specifici per la rendicontazione degli aspetti economici;
- «*Serie 300 – Environmental Standard*»: si compone di 8 principi e presenta le prescrizioni per la *disclosure* degli impatti dell’impresa, con riferimento alla dimensione ambientale;
- «*Serie 400 – Social Standard*»: si articola in 19 principi che includono degli standard specifici per la rendicontazione dell’impatto sociale dell’organizzazione.

I supplementi di settore, introdotti dalle GRI SR Guidelines G4, rimangono validi e applicabili anche se non sono obbligatori affinché un report sia redatto in conformità dei GRI Standards.

⁵⁷ Global Reporting Initiative (2016), *GRI 101: principi di rendicontazione 2016*, disponibile a <https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>.

⁵⁸ Global Reporting Initiative (2016), *GRI 102: informativa generale 2016*, disponibile a <https://www.globalreporting.org/standards/media/2122/italian-gri-102-general-disclosures-2016.pdf>.

⁵⁹ Si veda nota a piè di pagina n. 58.

⁶⁰ Si veda nota a piè di pagina n. 57.

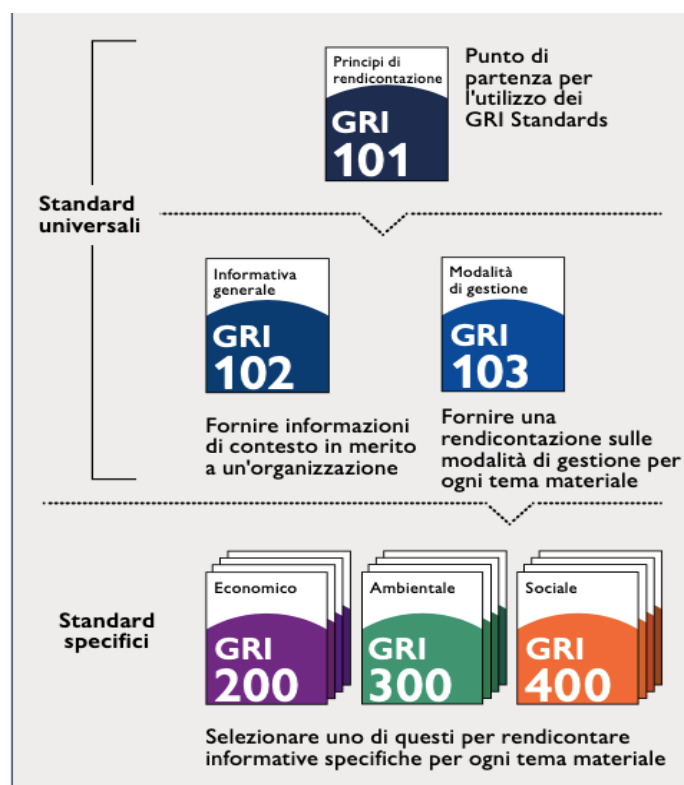
Questi nuovi standard sono stati introdotti non soltanto con la finalità di aggiornare quelli formulati in precedenza, ma anche con l'obiettivo di allargare il più possibile, senza limiti di settore, l'ambito di applicazione degli stessi.

Ad ogni modo, il Global Sustainability Standards Board (GSSB) è costantemente impegnato nello sviluppo e nel miglioramento degli standard formulati. A questo proposito, infatti, nel 2018, lo standard "GRI 303 (Acqua e scarichi idrici)" e il "GRI 403 (Salute e sicurezza sul lavoro)" sono stati interessati da un aggiornamento rispetto alla formulazione del 2016. Tale modifica è stata giustificata dalla volontà di allinearsi e armonizzarsi con le migliori pratiche internazionali e i recenti sviluppi in materia di gestione dell'acqua e di gestione della salute e sicurezza sul lavoro. La loro effettiva utilizzazione nei report è richiesta, però, solo in quelli redatti a partire dal 1° gennaio 2021, sebbene sia stata consigliata la loro adozione anche anteriormente a tale data. Anche lo standard "GRI 306 (Scarichi idrici e rifiuti)" è stato assoggettato a un processo di revisione, supervisionato dal GSSB, in linea con l'Obiettivo di Sviluppo Sostenibile n° 12 dell'ONU (*Sustainable Development Goals, SDGs*). La versione aggiornata di tale standard sarà utilizzata nei report di sostenibilità redatti a partire dal 1° gennaio 2022, anche se ne è incoraggiata l'adozione anticipata anche laddove un'organizzazione non sia in grado di soddisfare tutti i requisiti richiesti.

Inoltre, nel 2019, è stato introdotto lo standard "GRI 207 (Imposte)" in materia di comunicazione delle pratiche fiscali, entrato in vigore dal 1° gennaio 2021. Dal momento che, in conformità con quanto affermato dalle Nazioni Unite, le imposte giocano un ruolo chiave nel raggiungimento degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile e costituiscono il meccanismo attraverso cui ciascuna organizzazione contribuisce all'economia del proprio Paese, l'adozione di questo nuovo standard di rendicontazione permette e promuove una maggiore trasparenza delle organizzazioni sul loro approccio alla tassazione, rendendo questo tema parte integrante del report di sostenibilità.

Una peculiarità di questo *framework* è la struttura modulare secondo cui è organizzato, realizzata attraverso dei pacchetti di standard tra loro interconnessi, che permette a un'organizzazione di aggiornare gli standard separatamente o aggiungerne uno nuovo senza alterarne l'attuale set, per rispondere ai nuovi sviluppi e per mantenerli rilevanti per gli investitori.

Figura 2. Panoramica sui GRI Standards



Fonte: Global Reporting Initiative (2016), *GRI 101: principi di rendicontazione 2016*

Con riferimento ai report redatti “*in accordance to GRI*”, si può distinguere tra l’opzione *Core* e l’opzione *Comprehensive*, in base al grado di dettaglio delle informazioni comunicate. La prima opzione individua quei documenti che contengono il livello minimo di informazioni indispensabili per poter comprendere la natura dell’organizzazione, gli aspetti materiali e i relativi impatti, oltre che le modalità di gestione di questi. L’opzione *Comprehensive*, invece, qualifica i report in cui, oltre alle informazioni minime, sono contenute anche quelle relative alla strategia, l’etica, l’integrità e la *governance* dell’impresa (GRI 101, 2016). Alternativamente, le organizzazioni possono adottare degli standard selezionati o parte del loro contenuto per predisporre il report di sostenibilità, senza che però queste possano dichiarare di redigere il bilancio in conformità ai GRI Standards. In questo caso si parla di approccio “*GRI-referenced*”.

Figura 3. Criteri per la redazione di un report di sostenibilità in conformità ai GRI Standards

Criteria richiesti	Opzione Core	Opzione Comprehensive
Utilizzare la dichiarazione corretta (dichiarazione di utilizzo) in qualsiasi contenuto pubblicato con informative basate sui GRI Standards	Includere la seguente dichiarazione: "Il presente report è stato redatto in conformità ai GRI Standards: opzione Core"	Includere la seguente dichiarazione: "Il presente report è stato redatto in conformità ai GRI Standards: opzione Comprehensive"
Utilizzare il GRI 101: Principi di rendicontazione per seguire il processo di base per la redazione di un report di sostenibilità	Soddisfare tutti i requisiti della Sezione 2 del GRI 101: Principi di rendicontazione ("Utilizzo dei GRI Standards per il reporting di sostenibilità")	[Come nel caso Core]
Utilizzare il GRI 102: Informativa generale per rendicontare informazioni sul contesto dell'organizzazione	Soddisfare tutti i requisiti di rendicontazione per le seguenti informative del GRI 102: <i>Informativa generale:</i> <ul style="list-style-type: none"> • Informative da 102-1 a 102-13 (Profilo dell'organizzazione) • Informativa 102-14 (Strategia) • Informativa 102-16 (Etica e integrità) • Informativa 102-18 (Governance) • Informative da 102-40 a 102-44 (Coinvolgimento degli stakeholder) • Informative da 102-45 a 102-56 (Pratiche di rendicontazione) 	Soddisfare tutti i requisiti di rendicontazione per tutte le informative del GRI 102: <i>Informativa generale</i> <i>Le ragioni di omissione sono consentite solo per le seguenti informative: Informativa 102-17 (Etica e integrità) e Informative da 102-19 a 102-39 (Governance). Per maggiori informazioni consultare il punto 3.2.</i>
Utilizzare il GRI 103: Modalità di gestione per rendicontare le modalità di gestione e il perimetro per tutti i temi materiali ⁵	Per ciascun tema materiale, soddisfare tutti i requisiti di rendicontazione del GRI 103: <i>Modalità di gestione</i> <i>Le ragioni di omissione sono consentite solo per le Informative 103-2 e 103-3 (consultare il punto 3.2)</i>	[Vedi il caso Core]
Utilizzare i GRI Standards specifici (serie 200, 300, 400) per la rendicontazione di temi materiali.	Per ciascun tema materiale contemplato da un GRI Standard specifico: <ul style="list-style-type: none"> • Soddisfare tutti i requisiti di rendicontazione nella sezione "Informative sulle modalità di gestione". • Soddisfare tutti i requisiti di rendicontazione per almeno un informativa specifica. Per ogni tema materiale non coperto da un GRI Standard, si raccomanda di rendicontare altre informative pertinenti al tema in questione (consultare il punto 2.5.3) <i>Le ragioni di omissione sono consentite per tutte le informative specifiche (consultare il punto 3.2)</i>	Per ciascun tema materiale contemplato da un GRI Standard specifico: <ul style="list-style-type: none"> • Soddisfare tutti i requisiti di rendicontazione nella sezione "Modalità di gestione". • Soddisfare tutti i requisiti di rendicontazione per tutte le informative specifiche Per ogni tema materiale non coperto da un GRI Standard, si raccomanda di riportare altre informative pertinenti per il tema in questione (consultare il punto 2.5.3) <i>Le ragioni di omissione sono consentite per tutte le informative specifiche (consultare il punto 3.2)</i>
Accertarsi che le ragioni di omissione siano utilizzati correttamente, ove applicabile	Soddisfare tutti i requisiti del punto 3.2 (Ragioni di omissione)	[Come nel caso Core]
Informare GRI in merito all'uso degli Standard	Soddisfare tutti i requisiti del punto 3.4 (Informare GRI in merito all'uso degli Standards)	[Come nel caso Core]

Fonte: Global Reporting Initiative (2016), *GRI 101: principi di rendicontazione 2016*

Le linee guida GRI sono “di contenuto” e quindi rispondono all’esigenza di rendicontare, a consuntivo, l’assunzione delle proprie responsabilità.

A ribadire ancora una volta la finalità di semplificare l’applicazione di questi standard, ciascuno di essi comprende (GRI 101, 2016):

- dei requisiti che sono delle istruzioni obbligatorie;
- delle raccomandazioni, che seppur non obbligatorie, auspicano l’adozione di una specifica linea di condotta;
- delle linee guida che comprendono informazioni di *background*, utili per migliorare la comprensione dei requisiti.

Affinché un’organizzazione possa affermare di redigere un report in conformità con i GRI Standards, deve rispettare tutti i requisiti, sia in termini di contenuto, sia relativi alla qualità del documento stesso. È, infatti, fondamentale che la reportistica sia oggettiva, dando evidenza tanto degli aspetti positivi quanto delle problematiche e dei risvolti negativi dell’attività aziendale. Soltanto, in questo modo, aumenta la credibilità e la veridicità delle informazioni percepita dal coacervo di interlocutori del report di sostenibilità.

Il GRI, inoltre, incoraggia, anche se non è obbligatoria, l’*assurance* del bilancio di sostenibilità da parte di un soggetto esterno, in modo da far sì che i destinatari dell’informativa ritengano, ancora una volta, attendibili e affidabili tanto le rilevazioni negative quanto quelle positive. In caso contrario, se i destinatari dell’informativa iniziassero a dubitare della trasparenza di un’organizzazione e sospettassero l’omissione di alcuni elementi, queste situazioni comporterebbero esiti anche peggiori rispetto a quelli che avrebbe determinato la loro diretta esplicitazione.

Il contenuto dei report di sostenibilità deve essere definito facendo riferimento ai seguenti principi di rendicontazione⁶¹:

- «inclusione e coinvolgimento degli *stakeholder*»: l’assolvimento di questo principio prevede l’individuazione da parte dell’organizzazione dei propri *stakeholder* e l’esposizione delle modalità e azioni implementate per rispondere alle loro aspettative e interessi;
- «contesto di sostenibilità»: all’interno del report, le performance dell’impresa devono essere contestualizzate e presentate rispetto al concetto di sostenibilità

⁶¹ Si veda nota a piè di pagina n. 57.

inteso nel senso più ampio, cioè tenendo conto dei limiti e della domanda di risorse ambientali, economiche e sociali;

- «materialità»: i report dovrebbero enfatizzare le informazioni secondo il principio di materialità, cioè dovrebbero essere inclusi alcuni argomenti piuttosto che altri, in ragione del business dell'impresa e delle aspettative degli *stakeholder*. Questi *material topics* consentono di valutare l'impatto aziendale sulle tre dimensioni considerate (economica, sociale e ambientale) e la loro influenza tangibile nella valutazione e nelle decisioni dei portatori di interesse;
- «completezza»: indica la necessità di trattare i temi materiali fornendo un livello informativo sufficiente e veritiero, per consentire agli *stakeholder* la valutazione delle performance dell'organizzazione nel periodo di rendicontazione.

I principi di rendicontazione che garantiscono la qualità del report sono (GRI 101, 2016):

- «accuratezza»: le informazioni comunicate, sia qualitative che quantitative, devono avere un livello di dettaglio tale da consentire ai portatori di interesse la valutazione delle performance dell'impresa;
- «equilibrio»: i dati rendicontati nel report devono considerare sia gli aspetti positivi che negativi, presentando in modo imparziale le performance dell'organizzazione, scevri da opinioni e manipolazioni che potrebbero influenzare i processi valutativi e di *decision making* degli interlocutori;
- «chiarezza»: le informazioni devono essere esposte in maniera efficace, chiara, comprensibile e accessibile a tutti gli *stakeholder*. A questo scopo, il GRI incoraggia l'utilizzo di indici, tabelle, grafici e di qualsiasi strumento potenzialmente utile;
- «comparabilità»: le informazioni e i dati devono essere raccolti e riportati in modo da consentirne l'analisi e la comparazione nel tempo e rispetto ad altre imprese. La difficoltà nel confronto dei report potrebbe giustificare la reticenza degli *stakeholder* a utilizzare le informazioni comunicate, in merito alle performance aziendali di sostenibilità;
- «affidabilità»: il report deve essere redatto in una maniera che consenta la verifica della veridicità e la qualità dei contenuti;
- «tempestività»: il processo di rendicontazione deve avvenire con cadenza periodica e con puntualità, cosicché le informazioni siano disponibili in tempo per consentire agli *stakeholder* di assumere decisioni consapevoli.

Come già accennato, le linee guida GRI G4 e la nuova versione (i GRI Standards) enfatizzano il concetto di materialità (*materiality* o tradotto meglio come “rilevanza”), come principio cardine nella definizione degli argomenti da includere nel bilancio, incentivando le organizzazioni a comunicare informazioni relative al proprio business e al rapporto con i propri portatori di interesse. Infatti, nella scelta degli argomenti da rendicontare, l’impresa deve effettuare in via preventiva un’analisi di materialità, finalizzata a individuare quali sono i temi rilevanti che riflettono gli impatti economici, ambientali e sociali (GRI, 2016). A questo proposito, molto importante, sebbene non obbligatoria, è la matrice di materialità che costituisce una rappresentazione grafica di sintesi dei temi materiali.

2.6 La CSR disclosure e le performance economico-finanziarie

Dal momento che la *Corporate Social Responsibility* può costituire una speciale forma di investimento, questo può comportare anche il sorgere di costi nel corso del tempo. Tuttavia, se l’adozione di pratiche socialmente responsabili è supportata da un’attività di rendicontazione precisa e integrata con gli altri strumenti di *reporting*, questa può portare a un miglioramento delle performance finanziarie (Kitzmueller et al., 2012).

L’impatto economico generato dalla responsabilità sociale può essere espresso in termini di effetti diretti e indiretti. Il miglioramento dell’ambiente di lavoro, ovvero una gestione delle risorse naturali in maniera efficiente, si riflette direttamente in un potenziamento dell’impegno e in un incremento della produttività dei lavoratori. Allo stesso tempo, l’attenzione rivolta dalle organizzazioni ai temi sociali e ambientali accresce l’interesse dimostrato dal mercato e dagli investitori, impattando sulla percezione e sulla reputazione della società stessa, giocando a favore anche di una possibile quotazione. Questo perché i criteri usati per la valutazione dei progetti di investimento sono stati ampliati includendo anche le performance socialmente responsabili.

A questo proposito, sono numerosi gli studi in letteratura che hanno tentato di mettere in luce una correlazione positiva tra l’attività di rendicontazione volontaria della CSR e le performance finanziarie aziendali (Waddock et al., 1997; Samy et al, 2010). In particolare, queste discussioni si concentrano sulla seguente ipotesi, cioè se la divulgazione della sostenibilità possa impattare positivamente sull’asimmetria informativa degli investitori, riducendola. Queste ricerche hanno dimostrato che le aziende maggiormente impegnate

nella divulgazione della sostenibilità godono di molti vantaggi, tra cui una maggiore quota di mercato, una riduzione delle asimmetrie informative e della rischiosità, del costo del capitale e migliori performance delle azioni (Cormier et al., 2003, 2004; Haniffa et al., 2005; Saeidi et al., 2015).

E. Nelling ed E. Webb (2009) hanno individuato l'esistenza di un "circolo virtuoso" che mette in relazione il livello delle pratiche di CSR adottate da un'impresa con le sue performance finanziarie in quanto «*“doing good” socially leads to “doing well” financially*» (Nelling et al., 2009).

Se da un lato alcuni sostengono che l'adozione di pratiche socialmente responsabili porti con sé dei costi potenzialmente evitabili, dall'altro sono sempre di più coloro che invitano a superare la focalizzazione solo sui costi, evidenziando i vantaggi che derivano dall'applicazione di tale *policy*. Tuttavia, prima di tutto, si rende necessario superare le reticenze degli investitori, affinché l'attività di divulgazione di informazioni di carattere non finanziario si traduca in un valore aggiunto per l'impresa e in un miglioramento delle performance economico-finanziarie della stessa.

Ciononostante, ad oggi, i risultati di tali ricerche danno ancora esiti contrastanti e perciò devono essere considerati con cautela (McWilliams et al., 2000; Nigro et al., 2015). Per esempio, McWilliams et al. (2006) ritengono che queste incoerenze derivino da una non uniformità delle definizioni di CSR e di prestazione aziendale, dall'imprecisione nel disegno di ricerca e di scelta del campione, dall'errata specificazione dei modelli o da cambiamenti intervenuti nel corso del tempo.

CAPITOLO III – L'INITIAL PUBLIC OFFERING: LA SCELTA DI QUOTARSI

3.1 Introduzione

Prima di procedere con l'analisi empirica e rispondere alle domande di ricerca che ci si è posti nell'introduzione di questo elaborato, i due capitoli seguenti, tra loro strettamente correlati, approfondiscono l'altra macro-tematica cardine, ovvero il processo di quotazione e il fenomeno dell'*underpricing*.

La maggior parte delle quotazioni in Borsa avviene attraverso un'IPO. Con *Initial Public Offering* (IPO), ovvero Offerta Pubblica Iniziale, si individua quel processo attraverso cui una società si quota nel mercato azionario; si tratta della prima vendita di azioni proprie al pubblico, con modifica dello *status* da società privata a quotata. Essa viene promossa nel momento in cui una società decide di passare da una gestione privata a una sottoscrizione pubblica del proprio capitale, sollecitandone l'investimento. Questa operazione consente, da una parte, di raccogliere capitale di rischio e dall'altra favorisce anche l'uscita dei fondi di *venture capital* dal capitale delle imprese ormai avviate. Un'offerta pubblica iniziale può essere effettuata tanto da società giovani in cerca di capitali per espandersi, quanto da grandi società private.

L'IPO costituisce un processo complesso, sia dal punto di vista procedurale che per la varietà di figure che esso impegna: oltre alla società emittente, intervengono anche le banche di investimento, che operano come intermediari nella collocazione delle azioni (*underwriters*), i revisori dei conti, una *équipe* di legali, le istituzioni economiche e di regolamentazione, le società di pubbliche relazioni. Tutti gli istituti finanziari, che sono coinvolti nel collocamento delle azioni di nuova emissione sul mercato, sono organizzati nei cosiddetti consorzi di collocamento, guidati dall'*underwriter*. Il ricorso a tali intermediari finanziari permette di contenere il rischio e i costi diretti di quotazione.

Esistono tre tipologie di IPO:

- IPO primaria, con la quale sono collocate sul mercato azioni di nuova emissione, conseguentemente a un aumento di capitale sociale, che si configura come una vera e propria fonte di finanziamento. L'IPO primaria è anche detta OPS (offerta pubblica di sottoscrizione);

- IPO secondaria. Attraverso questa modalità gli azionisti preesistenti, per esempio i fondi di *private equity*, monetizzano il loro investimento, vendendo interamente o parzialmente le azioni possedute. L'IPO secondaria, detta OPV (offerta pubblica di vendita), dal momento che non vengono emessi nuovi titoli, non costituisce una modalità di raccolta di nuovo capitale, ma porta a un cambiamento della compagine societaria;
- OPVS (offerta pubblica di vendita e sottoscrizione). Si tratta di una forma mista, nella quale vengono sia collocate e vendute nuove azioni che liquidate le quote di azionisti preesistenti.

3.2 Perché una società sceglie di quotarsi?

La decisione di quotarsi in un mercato regolamentato rappresenta un momento cruciale per la vita di un'impresa, in quanto ne modificherà sicuramente la natura e richiederà di bilanciare le implicazioni gestionali che tale processo comporta. Per questo si rende necessaria una ponderazione, in chiave strategica, del *trade-off* vantaggi-svantaggi che da essa potrebbero derivare.

Tuttavia, non esiste una risposta univoca alla domanda che ci si è posti nel titolo di questo paragrafo e nemmeno un'unica teoria in grado di catturare contemporaneamente costi e benefici rilevanti. Infatti, le determinanti di questa scelta possono essere desunte sia dalle peculiarità *ex ante* delle società che si quotano, che *ex post*, attraverso le sue conseguenze sulla politica di investimento e finanziaria di una società (Pagano et al., 1998).

"*Being public*", però, come sottolineato da Pagano et al. (1998), non risponde al fine di raccogliere risorse di finanziamento per futuri investimenti *una tantum*, ma piuttosto costituisce uno strumento per ribilanciare e ridefinire la posizione dell'impresa nel mercato creditizio. Inoltre, la quotazione apre le porte alla possibilità per qualsiasi soggetto di entrare a far parte, come portatore di capitale di rischio, della compagine aziendale.

I vantaggi della quotazione per un'impresa possono essere raggruppati in due macro-categorie: la prima che accoglie quelli di tipo economico-finanziario e la seconda che, invece, riguarda i benefici di natura extra-economica o intangibile.

Con riferimento al primo aspetto, si cita la possibilità per le imprese di superare il vincolo di prestito, accedendo a fonti di finanziamento ulteriori e alternative rispetto al prestito

bancario. In questo modo, l'impresa è in grado di soddisfare un modello di struttura finanziaria più equilibrata e rafforzata, che a sua volta consente di contenere il costo del finanziamento bancario stesso. Inoltre, la quotazione permette alla società di raccogliere anche risorse manageriali e tecniche per realizzare progetti e investimenti di ampio respiro, grazie alla maggior visibilità e al consolidamento dell'immagine aziendale. Infatti, l'accesso a ulteriori canali di finanziamento permette di ridurre il livello di indebitamento e contestualmente anche il rischio di credito (effetto *rating*), che si traducono in benefici effettivi per l'impresa.

In aggiunta, la decisione di quotarsi in Borsa ha un impatto positivo sulla liquidità delle azioni di una società, che aumenta al crescere degli scambi, in quanto il *trading* in una Borsa organizzata è più semplice. Anche la diversificazione del portafoglio delle possibili fonti di finanziamento per i proprietari di una società può costituire un incentivo per un'organizzazione a quotarsi. Inoltre, l'*equity* di una società quotata è percepito dal mercato come più attrattivo rispetto a quello di una *private firm*.

A ciò si aggiunge il fatto che la quotazione, come già accennato, favorisce il *way out* dei fondi di *private equity*, cioè rappresenta un modo per liquidarne le quote.

Come detto, però, i benefici della quotazione non si esauriscono soltanto a livello finanziario, ma molto spesso possono estendersi anche alla dimensione strategica dell'attività d'impresa, dal momento che l'accesso al mercato regolamentato può portare a un notevole rafforzamento dal punto di vista reputazionale. Infatti, l'impresa può godere di uno *status* tale da renderla attraente e preferibile da parte degli investitori e in generale da tutti gli *stakeholder*. In aggiunta, la nuova visibilità acquisita apre le porte e facilita l'internazionalizzazione dell'impresa nei mercati di sbocco attuali e potenziali.

Con specifico riferimento al gruppo di controllo, i vantaggi derivanti dalla quotazione sono (Regalli, 2000):

- lo sviluppo della società senza necessariamente perderne il controllo. Questo è possibile dal momento che il flottante, cioè il numero di azioni emesse da una società e disponibili per la negoziazione, è limitato. Il flottante, infatti, è tipicamente costituito da azioni che possono essere comprate e vendute liberamente e non comprende, invece, quelle rappresentative di partecipazioni di controllo o quelle detenute in una logica di medio-lungo periodo;
- aumento della possibilità di monetizzazione della propria partecipazione al capitale della società stessa;

- liquidabilità della partecipazione;
- risoluzione di problematiche legate al passaggio generazionale, in quanto la quotazione comporta un'evoluzione manageriale della gestione che può favorire la successione.

T. Taulli (2000), invece, individua i seguenti motivi come trainanti nella scelta di quotazione in Borsa:

- prestigio: un'IPO porta ad un accrescimento significativo dell'interesse degli analisti, oltre che della stampa, che iniziano a seguire la società. Inoltre, "*being public*" aumenta la facilità nell'assumere nuovi dipendenti, in quanto il mercato percepisce le società quotate come più stabili. Aumenta anche la fiducia che gli investitori, i fornitori e i clienti nutrono nei confronti dell'impresa, considerato che la quotazione implica il rispetto di rigorosi requisiti di conformità e di pubblicità periodica, il che si potrebbe tradurre in un importante vantaggio competitivo;
- arricchirsi: organizzare un'IPO permette ai titolari di una società, ma anche ai dipendenti della stessa, di accrescere la propria ricchezza;
- afflussi di cassa: con il processo di quotazione, la società solitamente raccoglie parecchio denaro, che non dovrà essere rimborsato e che, perciò, potrà essere investito internamente per finanziare la ricerca e lo sviluppo, per costruire nuove strutture o per espandere la propria attività, per esempio, attraverso un'acquisizione;
- liquidità: come si è detto, la quantità di denaro che un'impresa raccoglie quotandosi in Borsa offre, a sua volta, un'ulteriore possibilità di reperire risorse addizionali. Questo perché, per esempio, le banche si rendono maggiormente disponibili a prestare denaro o a estendere il credito;
- azioni come valuta: un altro vantaggio di cui una società può beneficiare quotandosi è dato dal fatto che essa può utilizzare le azioni come valuta per comprare altre aziende, processo più complesso, invece, per le società private in quanto risulta più problematico valutarle.

Vi sono poi ulteriori aspetti positivi collaterali alla quotazione, cioè si tratta di elementi che sono legati all'operazione stessa e in particolare all'adeguamento e alla *compliance* delle regole previste, ma che potrebbero essere attuati indipendentemente dal processo di *public listing*. Questi sono (Forestieri, 2020):

- adozione di buoni standard di *corporate governance*;

- rafforzamento delle strutture organizzative e manageriali della società.

Tuttavia, l'IPO non rappresenta sempre e comunque la soluzione migliore per un'impresa, in quanto non può essere esclusa l'eventualità che si trasformi in un *flop*. Infatti, ci sono varie ragioni per cui questa potrebbe non rappresentare la decisione più appropriata. La prima fra tutte è legata ai costi che devono essere sostenuti, relativi agli adempimenti previsti da tale iter. In effetti, questa è un'operazione molto dispendiosa, non solo dal punto di vista monetario.

I costi diretti di ammissione alla quotazione e per il collocamento dei titoli di una società di medie dimensioni sul mercato italiano oscillano tra il 3,5% e il 6% dell'ammontare totale dell'offerta (Dallocchio et al., 2011). In particolare, questo aggregato può essere scomposto nelle seguenti voci di costo:

- commissioni di sottoscrizione e collocamento (*gross spread*), che a loro volta sono ripartite in commissioni di coordinamento (*manager fee*), commissioni di sottoscrizione (*underwriting fee*) e commissioni di vendita (*selling fee*);
- costi di consulenza: la società emittente deve pagare onorari agli avvocati, ai contabili e a tutti i consulenti che intervengono nel corso di questo processo;
- costi dei *roadshow*: comprendono tutte le spese sostenute per organizzare i *tour* di presentazione delle azioni presso gli investitori istituzionali;
- costi legati all'attività di marketing: essi includono gli esborsi necessari al fine di comunicare e coinvolgere la platea di risparmiatori individuali (investitori *retail*);
- costi di Borsa Italiana: si tratta di una commissione dovuta alla società che si occupa della gestione dei mercati italiani regolamentati;
- costi della Consob: costituisce una somma variabile e proporzionale all'offerta, che deve essere versata all'autorità di vigilanza;
- altre spese: aventi natura residuale, sono sostenute per la stampa di materiale informativo e per la stampa e la diffusione del prospetto informativo.

Per quanto concerne i costi di natura non monetaria, si cita, prima di tutto, la perdita di segretezza e riservatezza in merito a tutti i dati "materiali", come conseguenza dell'adempimento delle numerose norme introdotte nell'ordinamento dal legislatore, con lo scopo di tutelare gli investitori. Infatti, l'obbligo di comunicare ciò che prima della quotazione poteva essere destinato esclusivamente a un utilizzo interno potrebbe essere cruciale per il vantaggio competitivo della società stessa e scoraggiare la decisione di quotarsi; si pensi, per esempio, alla divulgazione di dati in merito ad attività di ricerca e

sviluppo in corso o riguardanti le future strategie di marketing. In altre parole, dunque, una delle implicazioni di un'IPO è la necessità di una maggiore apertura verso l'esterno e una crescente trasparenza e tempestività nella divulgazione, che richiedono una strutturazione del sistema di produzione di informazioni qualificate.

Legato a questo tema, si colloca quello della selezione avversa (*adverse selection*), che si origina a causa dell'asimmetria informativa e che potrebbe rendere difficoltoso l'incontro negoziale tra l'impresa emittente e i potenziali investitori. Il fatto che un soggetto sia più informato di un altro fa sorgere la possibilità per il primo di utilizzare questa situazione di vantaggio per trarre dei benefici dalla transazione. Infatti, questo fenomeno incentiva la mancata divulgazione alla controparte delle informazioni aggiuntive di cui un soggetto dispone. L'emittente si trova, pertanto, a fronteggiare e risolvere un duplice ordine di problemi: uno di *signalling*, legato alla comunicazione credibile al mercato del potenziale in termini di redditività aziendale, e uno di *screening*, necessario per carpire informazioni relativamente alla disponibilità a pagare degli investitori, per beneficiare in futuro di questa capacità di produrre reddito (Forestieri et al., 2003). A ciò si aggiunge anche l'attività di *monitoring*, finalizzata a verificare le scelte di investimento e i rendimenti conseguiti dai prenditori.

Inoltre, l'asimmetria informativa si traduce anche in problemi di *moral hazard*, che può diventare un ostacolo più serio alla quotazione. L'azzardo morale viene realizzato una volta stipulato il contratto e sorge dall'eventuale inadempimento o modificazione delle prestazioni contrattuali stesse, all'insaputa dell'altra parte.

Il tema dell'asimmetria informativa costituisce anche la premessa per lo sviluppo del fenomeno dell'*underpricing*, un costo diretto implicito della quotazione di cui si discuterà nel dettaglio nel capitolo successivo.

In aggiunta, dal momento che il processo di *Initial Public Offering* può protrarsi anche per più di un anno, si rende necessario per il team dirigenziale di seguire costantemente le operazioni messe in atto da una parte, pur continuando comunque a promuovere la crescita del business, dall'altra. Quindi, da ciò deriva un'altra tipologia di costo indiretto, ovvero il tempo utilizzato dal management e l'impegno richiesto per monitorare costantemente le varie fasi in cui si articola tale processo. A questo si sommano anche i costi legati al fatto che un'impresa quotata deve dedicare molto tempo alle cosiddette *investor relations*, cioè deve coltivare delle relazioni con gli analisti finanziari che svolgono un ruolo di intermediazione tra la stessa e gli investitori.

Infine, l'altra faccia della medaglia dell'opportunità di raccogliere risorse addizionali è data dal rischio di diluizione del capitale per i fondatori originali della società quotata, che si rendono maggiormente vulnerabili a possibili acquisizioni ostili (rischio di *takeover*) (Tauli, 2012).

3.3 La Borsa

I mercati italiani regolamentati sono gestiti e organizzati da MTS S.p.a. e da Borsa Italiana S.p.a. che si occupano, rispettivamente, dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato italiani e stranieri e di altri titoli a reddito fisso, nel primo caso, e di tutti gli altri mercati, nel secondo. Borsa Italiana S.p.a., dal 2007, fa parte del London Stock Exchange Group.

Per mercato regolamentato si intende, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. w-ter del T.U.F.⁶², un «sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari [...]» (art 1, comma 1, lett. w-ter).

Borsa Italiana si occupa della gestione e della regolamentazione del mercato oltre che di numerose attività di organizzazione e promozione, con lo scopo di sviluppare i mercati di sua competenza. I mercati azionari gestiti da Borsa Italiana S.p.a. sono:

- il Mercato Telematico Azionario (MTA), dedicato principalmente alle imprese di media e grande capitalizzazione. I segmenti in cui esso è suddiviso sono: il Blue Chips, lo STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti) e il Segmento di Borsa Ordinario (Sbo);
- il mercato AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale, sistema multilaterale di negoziazione (Multilateral Trading Facility o MTF) nato dall'accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC, è «dedicato alle PMI dinamiche e competitive, in cerca di capitali per finanziare la crescita grazie a un approccio regolarmente equilibrato»⁶³.

⁶² Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), *Testo Unico della Finanza Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Aggiornato con le modifiche apportate dalla L. n. 178 del 30.12.2020 (in vigore dall'1.1.2021) e dal D.Lgs. n. 17 del 2.2.2021 (in vigore dall'11.3.2021)*, disponibile a https://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88.

⁶³ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/slidedoc.pdf>.

A partire da luglio 2020, all'interno di AIM si colloca il Segmento Professionale (AIM Professional) che si rivolge soltanto agli investitori professionali;

- il Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* (MIV), dedicato alla negoziazione dei veicoli di investimento (SPAC, fondi di *private equity*, *investment company*, fondi chiusi immobiliari).

La segmentazione del mercato è finalizzata ad individuare dei requisiti specifici per ogni categoria di impresa, facilitando l'accesso alla Borsa per le piccole e medie imprese (PMI) mediante una riduzione dei costi connessi ai vari adempimenti previsti.

3.4 Il processo di IPO

La quotazione in Borsa è un processo di raccolta di capitale di rischio che avviene attraverso l'emissione di strumenti finanziari e la loro negoziazione. Tuttavia, è riduttivo circoscrivere l'ammissione al listino come un'operazione con mera finalità di finanziamento della società, ma bensì costituisce un momento più ampio della vita aziendale che, attraverso il ricorso al mercato, persegue un programma di sviluppo. Cruciale è il *timing* dell'operazione stessa, in quanto anticipare eccessivamente la quotazione quando l'impresa non è ancora pronta potrebbe generare un duplice svantaggio. Da una parte, la società quotata prematuramente dovrebbe sostenere tutti i costi diretti e indiretti che la prima ammissione a un listino di Borsa comporta, dall'altra, potrebbe essere il mercato stesso ad accorgersi della scelta "affrettata" e potrebbe penalizzarla direttamente, riconoscendole un prezzo inferiore rispetto al suo effettivo valore.

3.4.1 La valutazione delle società ai fini dell'IPO

Prima di compiere un *excursus* sulle diverse fasi del processo di quotazione, che portano una società alla negoziazione delle proprie azioni sul mercato regolamentato, si affronta un'altra questione che è quella della valutazione aziendale. Essa è infatti un tema rilevante e parte integrante del cammino di *going public*, in particolar modo in relazione alla procedura che porta alla definizione del prezzo di offerta, che sarà analizzata nel dettaglio nel capitolo seguente.

La valutazione di una società quotanda in sede di IPO differisce rispetto alla tradizionale valutazione aziendale, in quanto è il risultato di un percorso in divenire che coinvolge una

pluralità di soggetti e che porta via via ad affinare la sua determinazione in ragione dell'accuratezza delle informazioni disponibili.

Inoltre, la valutazione delle IPO è anche rilevante dal punto di vista dell'efficienza economica, dal momento che rappresenta la prima opportunità per i manager di tali società di osservare i segnali provenienti dal mercato, in quanto per la prima volta la società viene valutata da investitori del mercato pubblico che potrebbero fare affidamento su determinanti di valutazione diverse rispetto a quelle dei potenziali acquirenti (Aggarwal et al., 2009). Tali segnali potrebbero affermare o smentire le convinzioni del management riguardo alle future opportunità di crescita dell'impresa, il che produrrebbe un impatto sull'attività economica reale.

Gli studi sulla valutazione delle IPO hanno fatto la loro prima comparsa nelle riviste accademiche nei primi anni '80 del secolo scorso. Tuttavia, l'attenzione verso questa tematica è stata rivolta soprattutto a partire dagli anni '90, in cui il mercato azionario ha registrato guadagni senza precedenti, grazie anche alla diffusione di internet e della tecnologia in generale (Ofek et al., 2003). Questo fenomeno ha però sollevato notevoli dubbi sul fatto che i metodi tradizionali di valutazione fossero validi.

Più di recente, i ricercatori hanno iniziato ad esplorare le determinanti della valutazione delle IPO *firms*.

Leland e Pyle (1977) propongono un modello di valutazione in cui il valore attuale dell'impresa che negozia i propri titoli sul mercato dei capitali è correlato positivamente alla percentuale di capitale trattenuto dall'imprenditore. Pertanto, tale modello implica che questo soggetto, che è maggiormente informato rispetto agli investitori sui flussi di cassa futuri che la società è in grado di generare, deterrà le azioni della stessa soltanto se possiede informazioni positive in merito ai flussi di cassa prospettici. Dunque, la proprietà azionaria pre-IPO costituisce un criterio di segnalazione credibile per il mercato e per gli investitori della fiducia che il management della stessa nutre sulle prospettive dei flussi di cassa ottenibili. Anche gli studi di Downes et al. (1982) forniscono delle prove a favore della relazione positiva esistente tra la valutazione dell'IPO e il mantenimento della proprietà, che rappresenta un potenziale strumento per gli imprenditori di segnalare agli investitori informazioni su caratteristiche dell'impresa altrimenti difficilmente osservabili da questi ultimi.

Un ulteriore filone di studi, sviluppatosi alla fine del 1990, ha esaminato la rilevanza della divulgazione delle informazioni contabili pre-IPO per le società quotande. Kim e Ritter

(1999), però, studiando 190 IPO avvenute tra il 1992 e il 1993, concludono che le informazioni contabili storiche siano relativamente irrilevanti a tale scopo.

La terza fase comprende, invece, gli studi più recenti che hanno esplorato i fattori che determinano la valutazione delle cosiddette *internet companies*, ma soltanto Hand (2000) e Bartov et al. (2002) hanno esaminato tale tema in relazione al processo di IPO. In particolare, Bartov, Moharan e Seethamraju si sono concentrati anche sullo studio della correlazione con variabili non-finanziarie, quali il prestigio delle banche di investimento, di cui si discuterà in seguito.

Pertanto, ciò che emerge dalla *review* della letteratura appena condotta è il ruolo chiave del processo di valutazione dell'IPO che, partendo da una stima preliminare del valore dell'impresa, si ripercuote in ultima istanza sulla determinazione del prezzo di collocamento dei titoli di nuova emissione sul mercato dei capitali.

3.4.2 Le fasi del processo di quotazione

L'ammissione alla quotazione è subordinata al possesso dei requisiti previsti dal Titolo 2.1 del "Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a."⁶⁴, sia con riferimento al soggetto emittente, sia ai relativi strumenti finanziari. Ai sensi dell'art. 2.1.3 del medesimo Titolo, «le società e gli enti emittenti devono essere regolarmente costituiti ed i loro statuti devono essere conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali le società e gli enti stessi sono soggetti».

Con particolare focus sulle azioni, il Regolamento dispone la possibilità da parte di Borsa Italiana di ammettere alla quotazione solo le società emittenti che abbiano pubblicato e depositato, in conformità al diritto nazionale, i bilanci anche consolidati degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo deve essere sottoposto a revisione con giudizio positivo da parte di un revisore legale o da una società di revisione (art. 2.2.2).

⁶⁴ Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a. in vigore dal 26 aprile 2021 deliberato dal Consiglio di Amministrazione del 26 marzo 2020 e approvato dalla Consob con delibera n. 21350 del 6 maggio 2020, disponibile a https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/regolamentodeimercati-26042021_pdf.htm.

L'iter che porta alla quotazione di una società può durare dai sei mesi ai due anni, in ragione delle specificità dell'impresa stessa, e si articola principalmente in cinque momenti:

1. fase preliminare di pianificazione dell'intero processo;
2. *due diligence* e preparazione all'operazione;
3. fase esecutiva dell'operazione vera e propria;
4. determinazione del prezzo di collocamento delle azioni sul mercato;
5. avvio della negoziazione e stabilizzazione del prezzo del titolo.

I momenti salienti di ciascuna fase sono riassunti nella seguente tabella:

Figura 4. *Overview* delle fasi salienti del processo di quotazione

FASE PREPARATORIA	<ul style="list-style-type: none"> • valutazione della possibilità di quotarsi • delibera societaria • kick-off meeting • nomina dello sponsor e del global coordinator
DUE DILIGENCE	<ul style="list-style-type: none"> • valutazione della società più accurata • predisposizione del prospetto informativo
FASE ESECUTIVA	<ul style="list-style-type: none"> • redazione dell'equity story • pre-marketing
PRICING	<ul style="list-style-type: none"> • roadshow e offerta pubblica • bookbuilding • fissazione del prezzo
AVVIO DELLE NEGOZIAZIONI	<ul style="list-style-type: none"> • negoziazione dei titoli • stabilizzazione del prezzo delle azioni

Fonte: elaborazione personale

Nel corso di tutto il processo di collocamento dei titoli in Borsa, le società emittenti sono assistite da un *investment bank*, il cui ruolo principale è quello di coadiuvare l'emittente nella procedura (*advisory*) e aiutarlo a trovare sottoscrittori dei titoli, sia presso il pubblico indistinto, che presso gli intermediari interessati a ottenere azioni della società quotanda per i propri clienti o per i propri fondi di investimento. Le *investment bank*, in occasione delle IPO, sono organizzate in consorzi di collocamento, in cui uno o più istituti

fungono da coordinatori (*global coordinator*), e vengono ricompensate con laute commissioni da parte dell'emittente.

Il *global coordinator* svolge funzioni di supervisione e coordinamento durante tutte le fasi del processo, oltre che occuparsi dei rapporti tra la società quotanda, la società che gestisce il mercato (Borsa Italiana S.p.a.) e la Consob⁶⁵. Inoltre, l'intermediario specializzato ha anche il compito di individuare un primo riferimento per la determinazione, in un momento successivo, del prezzo di collocamento che bilanci, da un lato gli interessi dell'emittente e dall'altro, quelli degli investitori. Per fare ciò, potranno essere analizzati documenti, effettuati dei colloqui approfonditi con i dipendenti della società quotanda e con i fornitori di servizi esterni.

3.4.2.1 La pianificazione dell'operazione di quotazione

La fase preliminare alla quotazione si avvia dal momento in cui la società inizia a valutare la possibilità di quotarsi. Questo momento di pianificazione iniziale è fondamentale per garantire il successo dell'intera operazione e prevede una serie di attività e adempimenti di tipo giuridico-legale e di carattere organizzativo-sociale.

Il Consiglio di Amministrazione (CdA), una volta ricevuto dal management il progetto di quotazione, unitamente all'analisi di fattibilità dello stesso e a un piano industriale, con il fine di mettere in luce la convenienza dell'operazione, è chiamato a deliberare in merito alla stessa. Una volta che il CdA ha espresso parere favorevole, si procede alla convocazione dell'assemblea (ordinaria in caso di ammissione a quotazione, straordinaria qualora sia chiamata a decidere in merito a modifiche statutarie e a un aumento di capitale) che si pronuncerà sulla domanda di ammissione alla negoziazione nel mercato regolamentato.

In un intervallo di tempo ridotto, poi, la società deve nominare una banca di investimento (*sponsor*) che sottoscrive l'emissione e garantisce un determinato prezzo per le azioni. Questo momento prende il nome di *pitch*. Essa agisce come coordinatore delle banche che compongono il consorzio di collocamento, in modo da ripartire il rischio di collocamento dell'offerta e aumentarne il mercato potenziale.

⁶⁵ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/global-coordinator.html>.

Le banche d'affari che intendono candidarsi per ricevere l'incarico di *global coordinator* dell'operazione devono presentare, solitamente 4-6 mesi prima della conclusione dell'IPO, una valutazione preliminare della società. Nella scelta dello *sponsor*, che solitamente svolge anche il ruolo di *global coordinator*, l'emittente dovrebbe dare molta più importanza alla qualità e alle competenze dell'intermediario, piuttosto che basarsi sulla stima preliminare del valore dell'impresa proposta da questo, poco significativa prima della fase di *due diligence*.

Subito dopo, viene organizzata con tutti i consulenti una riunione di lancio dell'operazione, il cosiddetto *sponsor kick-off meeting*, durante la quale vengono presentate tutte le fasi, i tempi e le responsabilità attribuite a ciascuno di essi.

3.4.2.2 La fase di due diligence e di preparazione alla quotazione

Il momento di preparazione al collocamento delle azioni sul mercato regolamentato si sostanzia in una *due diligence* economico-finanziaria, legale e commerciale approfondita, in uno studio della fattibilità del progetto e nella verifica dell'esistenza dei requisiti formali e sostanziali necessari per accedere al mercato mobiliare. I requisiti formali, che differiscono in base al singolo mercato, comprendono le condizioni d'accesso stabilite dai Regolamenti dei mercati di Borsa Italiana. I requisiti sostanziali, invece, seppur non disciplinati da una legge specifica, comprendono un complesso di condizioni e atteggiamenti, in ragione delle peculiarità aziendali, che il management o i consulenti reputano imprescindibili per il successo della quotazione dei titoli.

L'attività di *due diligence* è condotta dallo *sponsor*, con l'ausilio di esperti legali e dei revisori, sulla base delle informazioni di cui dispone. Si tratta di un processo che richiede molto tempo, finalizzato a individuare i fattori critici di successo e ogni altro elemento in merito alla valutazione della fattibilità dell'operazione di quotazione e al valore dei titoli da emettere.

In questa fase, inoltre, si inizia a predisporre anche il prospetto informativo, uno dei documenti cardine dell'IPO, contenente le informazioni ritenute necessarie «affinché gli investitori possano formulare un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché

sugli strumenti finanziari e sui diritti ad essi connessi» (Borsa Italiana⁶⁶). Il prospetto informativo fornisce delle informazioni relative all'offerta, alla storia dell'attività aziendale; presenta, inoltre, la situazione economico-finanziaria e patrimoniale, le sue prospettive future e le modalità attraverso cui verranno utilizzati i fondi raccolti tramite l'IPO, in un'ottica di garantire la massima trasparenza. In sintesi, questo documento fornisce informazioni utili ai potenziali investitori azionari circa la rischiosità e le prospettive di sviluppo dell'impresa. Esso deve essere, poi, depositato presso la Consob in modo da ottenere il nulla osta per la sua pubblicazione.

La banca d'affari conduce una seconda valutazione più accurata del valore della società, tenendo conto anche delle prospettive di crescita della stessa. Si parla di valutazione perché il prezzo dei titoli deve riflettere il valore attuale dei flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di generare. In genere, tale valutazione si concretizza nella definizione in una "forchetta di prezzo". Questa non tiene conto dell'IPO *discount*, ovvero dello sconto, rispetto al valore del capitale economico, necessario per rendere appetibile l'investimento.

Questa fase termina con il cosiddetto *filing*, cioè il deposito presso Borsa Italiana e presso l'autorità di controllo, da parte della società, della domanda di ammissione, di una bozza del prospetto di quotazione e di tutta la documentazione prevista nelle "Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a."⁶⁷. La società quotanda deve anche trasmettere a Borsa Italiana il business plan⁶⁸ e il QMAT (Quotation Management Admission Test), recentemente introdotto, che è un questionario in cui viene descritta la struttura aziendale e vengono analizzate la sua condotta e le performance.

Borsa Italiana, una volta ricevuti tali documenti, procede a darne comunicazione alla Consob e inizia ad esaminarne il contenuto. Entro due mesi dalla presentazione della domanda, Borsa Italiana delibera l'ammissione o ne rigetta la domanda stessa, informa di

⁶⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prospetto-informativo.html>.

⁶⁷ Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a. in vigore dal 26 aprile 2021, disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/istruzioni/istruzioni-26042021.pdf>.

⁶⁸ Il business plan è un documento in cui vengono definiti l'idea e i piani operativi legati al lancio di una nuova iniziativa imprenditoriale o di iniziative singole, nell'ambito di un'impresa già esistente. Esso offre informazioni critiche sulle abilità e sul *background* degli imprenditori, sul mercato (clienti, concorrenti, fornitori ecc.), sul prodotto, sulla strategia di implementazione, sulle prospettive finanziarie e sui rischi connessi a una data operazione aziendale.

ciò la Consob e autorizza la pubblicazione del prospetto informativo. Ai sensi dell'articolo 2.4.2 del Regolamento in vigore dal 26 aprile 2021, tale termine è ridotto a un mese qualora la domanda venga presentata «da un emittente AIM Italia o da un Emittente Certificato»⁶⁹. Borsa Italiana, inoltre, definisce il segmento in cui verranno negoziati i titoli e ne fissa la data di inizio.

3.4.2.3 La fase esecutiva

In attesa delle verifiche di Borsa Italiana e dell'autorità di vigilanza in merito alla documentazione presentata, la società quotanda e gli *advisor* procedono a redigere l'*equity story*, che è una presentazione della stessa, in cui sono sviluppate tutte le considerazioni che rendono l'investimento nelle sue azioni appetibile.

In questa fase, si opera dal punto di vista della promozione dell'offerta (pubblicità) e viene condotta una campagna di pre-marketing, con la quale il consorzio di collocamento raccoglie un primo *feedback* da parte degli investitori istituzionali in merito all'offerta di titoli. Inoltre, si cerca di rafforzare la valutazione della società, restringendo ulteriormente la "forchetta di prezzo" (prezzo massimo e prezzo minimo).

3.4.2.4 Ammissione alla quotazione e pricing

Con la conclusione della fase istruttoria da parte della società di gestione della Borsa e dell'autorità di vigilanza e l'accettazione della domanda da parte di Borsa Italiana, prende avvio la quarta fase. In questo momento, diventa ufficiale l'ammissione al mercato e l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo.

Si entra, dunque, nel vivo dell'attività di offerta: la società ha sei mesi di tempo per avviare la negoziazione e l'IPO viene sponsorizzata attraverso dei *roadshow* presso gli investitori istituzionali di cui vengono raccolte le manifestazioni di interesse (*bookbuilding*), con il fine di ridurre l'asimmetria informativa. Si apre così il processo di determinazione del

⁶⁹ Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a. in vigore dal 26 aprile 2021 deliberato dal Consiglio di Amministrazione del 26 marzo 2020 e approvato dalla Consob con delibera n. 21350 del 6 maggio 2020, disponibile a https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/regolamentodeimercati-26042021_pdf.htm.

prezzo di emissione⁷⁰, attraverso un affinamento progressivo della “forchetta di prezzo” inizialmente individuata e che assume come base di partenza il prezzo stabilito nella fase di pre-marketing. Parzialmente contemporanea al *bookbuilding*, si colloca anche la fase di offerta al pubblico *retail*, preceduta dalla decisione di fissazione del prezzo massimo. Se la domanda delle azioni emesse è superiore all’offerta, ciò si verifica per esempio quando il prezzo di offerta stabilito è troppo basso, l’impresa dovrà assegnare le azioni in proporzione a coloro che ne hanno fatto richiesta. Al contrario, se l’offerta è superiore alla domanda, la banca di investimento dovrà acquistare le azioni rimanenti al prezzo di offerta, adempiendo agli obblighi imposti dalla garanzia di sottoscrizione (Damodaran et al., 2016).

3.4.2.5 Avvio della negoziazione e stabilizzazione del prezzo delle azioni

L’intero processo di IPO si chiude con l’avvio della negoziazione delle azioni della società emittente e con l’attività di stabilizzazione dell’andamento del prezzo delle stesse, nei trenta giorni successivi alla quotazione.

Gli strumenti a supporto dell’attività di stabilizzazione sono: la *greenshoe option* e la clausola *lock-up*, da menzionare all’interno del prospetto informativo. Nel primo caso, il *global coordinator*, che opera come agente stabilizzante, può vendere allo scoperto (tramite un prestito di titoli) azioni dell’emittente (*overallotment*), a un prezzo pari a quello di collocamento. La banca, solitamente entro trenta giorni dalla quotazione, ottiene l’opzione di comprare dalla società emittente le azioni necessarie a coprire la posizione corta, al prezzo di collocamento. A questo punto, si possono verificare due diversi scenari (Forestieri, 2020):

1. la quotazione del titolo sale al di sopra del prezzo di collocamento: il *global coordinator* può esercitare l’opzione e rimborsare il prestito di titoli attivato per fare l’*overallotment*;
2. la quotazione scende al di sotto del prezzo di collocamento: la banca non esercita la *greenshoe option* e il rimborso del prestito dei titoli avviene comprando sul mercato.

⁷⁰ Il processo di determinazione del prezzo di emissione è spiegato nel dettaglio nel capitolo seguente.

Il *lock-up*, invece, consiste in un accordo con cui i vecchi azionisti (quelli che possiedono delle quote di partecipazione importanti) si vincolano a non alienare le azioni della società possedute, per un periodo che può andare dai sei ai dodici mesi successivi alla quotazione.

3.5 I soggetti coinvolti nel processo di IPO

Come si è più volte ribadito, il processo di quotazione è una fase chiave della vita di una società e particolarmente complessa che, in quanto tale, coinvolge una pluralità di figure che accompagnano la stessa verso l'ammissione a un listino di Borsa; anzi, un'efficiente selezione di tali soggetti può incidere significativamente sulla buona riuscita o meno dell'operazione. Pertanto, in questo paragrafo, si presentano i principali *players* coinvolti, esterni alla società emittente, analizzandone i relativi ruoli. Tali figure sono: il *global coordinator*, lo *sponsor*, lo *specialist*, l'*advisor*, i consulenti legali e i membri del consorzio di collocamento.

In primo luogo, si cita la banca d'investimento (*investment bank*) che, come si è accennato in precedenza, svolge principalmente tre funzioni: quella di sottoscrizione dei titoli di nuova emissione (*underwriting*), di consulenza (*advisoring*) e di distribuzione. Dunque, l'*underwriter* ha la responsabilità primaria dell'operazione e ha il controllo sulla sottoscrizione dell'offerta. Contribuisce, inoltre, alla definizione del prospetto informativo, documento fondamentale per l'ammissione alla negoziazione sui mercati, e gestisce la fase dei *roadshow*, durante la quale l'IPO viene sponsorizzata.

La letteratura suggerisce l'esistenza di una stretta connessione tra il fenomeno dell'*underpricing*, che verrà definito nel dettaglio nel capitolo seguente, e l'effetto della reputazione dell'*underwriter*. Benveniste et al. (1997), infatti, hanno messo in luce la relazione positiva esistente tra la *reputation* del sottoscrittore e i proventi lordi ottenuti da un'IPO. Già Booth e Smith (1986) ritenevano che gli investitori valutassero la qualità delle imprese che si apprestavano alla quotazione sulla base del prestigio dell'*underwriter*, sostenendo che questi sottoscrivessero solo IPO di alta qualità. Pertanto, la fama del sottoscrittore viene percepita dagli investitori come una *proxy* della qualità dell'emissione e quindi come una determinante della decisione di investimento nel capitale di una data società.

La centralità del ruolo dell'*underwriter* e l'influenza esercitata dallo stesso nella percezione della solidità di un'impresa agli occhi degli investitori giustificano

ulteriormente l'affermazione del paragrafo precedente in cui si sottolinea l'importanza strategica della scelta di tale figura, prescindendo da eventuali stime preliminari del valore aziendale proposte eccessivamente lusinghiere.

Greenstein et al. (2000) individuano una serie di criteri che dovrebbero essere utilizzati per selezionare la banca di investimento:

- esperienza nel settore: la scelta dovrebbe ricadere su una banca che abbia una notevole esperienza in merito ai processi di *Initial Public Offerings* e che abbia una buona conoscenza della società emittente e della sua attività;
- presenza di un analista esperto delle banche del consorzio: la banca dovrebbe avere un analista che conosca il settore in questione, il quale è chiamato a individuare il posizionamento migliore dell'IPO, al fine di massimizzare la base degli investitori attratti e il successo dell'operazione;
- presenza di banchieri individuali;
- reputazione e attenzione: come si è già ribadito, la *reputation* della banca d'investimento gioca un ruolo chiave nella scelta della stessa da parte dell'emittente;
- forza distributiva: la banca di investimento selezionata dovrebbe avere la capacità di distribuire le azioni tanto a livello *retail*, quanto a quello istituzionale, che su scala internazionale;
- assistenza post-vendita: le azioni delle società che recentemente la banca di investimento ha guidato all'ammissione alle negoziazioni sui mercati dei capitali dovrebbero avere delle solide prestazioni nell'*aftermarket*. Ciò dovrebbe essere interpretato nel senso di una buona capacità di valutazione da parte dell'*investment bank*;
- conflitti di interesse: nella scelta della banca di investimento è necessario valutare se questa sarà impegnata in altre offerte nello stesso momento in cui avverrà l'IPO della società.

Tuttavia, come suggerito nella classificazione proposta da Greenstein et al., il ruolo dell'*investment bank* non si esaurisce con il collocamento sul mercato delle azioni, ma questa dovrà anche assicurarsi che il titolo sia sostenuto nell'*aftermarket*.

La banca di investimento principale prende il nome di *global coordinator* che, come suggerito dal nome stesso, è un intermediario che svolge un'attività di coordinamento e di supervisione dell'intero processo di collocamento delle azioni sul mercato. Il *global*

coordinator si occupa anche della redazione di un report di fattibilità dell'operazione di quotazione, in modo da permettere all'emittente di valutare la convenienza della decisione di *going public*. Inoltre, sovrintende la fase di *bookbuilding*, all'esito della quale verrà determinato il prezzo di emissione delle azioni, sulla base delle manifestazioni di interesse degli investitori istituzionali e *retail*. In generale, trattandosi del soggetto coordinatore, sarà presente in tutte le fasi dell'iter di quotazione: dalla costituzione del consorzio di collocamento alla redazione del prospetto informativo, dalla fase di pre-marketing all'organizzazione dei *roadshow*, fino alla determinazione del prezzo di offerta e alla stabilizzazione delle azioni al termine dell'operazione di quotazione.

Molto spesso il *global coordinator* si trova a capo del consorzio di collocamento, composto da un insieme di banche, che si occupa di collocare i titoli presso gli investitori *retail*, istituzionali e privati. La struttura e il numero di membri del sindacato dipendono dalla dimensione e dalla natura dell'operazione. Nello specifico esistono tre tipologie di consorzi di collocamento in ragione dei diversi ruoli e degli impegni assunti durante il processo di quotazione:

1. consorzio di collocamento con acquisto e assunzione a fermo delle azioni (*firm commitment syndicate*): si tratta di una tipologia di consorzio in cui gli intermediari si vincolano ad acquistare l'intera emissione a un prezzo pattuito, inferiore a quello fissato per l'offerta pubblica, e a rivendere le azioni agli investitori. Per l'emittente questa modalità rappresenta quella più sicura dal momento che il rischio della vendita viene assunto dall'*underwriter*;
2. consorzio di semplice collocamento (senza preventiva assunzione a fermo o acquisto) (*best effort syndicate*): in questo caso il consorzio si impegna a fornire i "suoi migliori sforzi" per vendere un numero di azioni, compreso tra un massimo e un minimo prestabilito, per conto dell'emittente ma non fornisce alcuna garanzia. Qualora entro un determinato periodo di tempo non venisse venduto il numero minimo di azioni, l'offerta viene interamente ritirata;
3. consorzio con assunzione di garanzia (*strict underwriting*): si tratta di una forma ibrida in cui l'*underwriter* si impegna ad acquistare dall'emittente le azioni rimaste invendute dopo l'offerta pubblica.

Lo *sponsor* è generalmente una banca di investimento che ha il compito di assistere e guidare la società emittente nella preparazione alla quotazione, di garantire l'affidabilità del piano industriale e facilitare i contatti con gli analisti e gli investitori. Inoltre, come

suggerisce il nome, si occupa di sponsorizzare la società nella sua domanda di ammissione. La sua presenza è obbligatoria ai sensi dell'art. 2.3.1 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a in vigore dal 26 aprile 2021, qualora la società emittente non possieda già titoli quotati su Borsa Italiana o quando la sua nomina sia espressamente richiesta dalla società di gestione e organizzazione del mercato stessa. Si deve anche ricordare la figura dello *specialist*, la cui nomina e responsabilità sono disciplinate dall'art. 2.3.1 del sopra citato Regolamento. Tale soggetto viene nominato dalla società emittente e può essere una banca o un'impresa di investimento nazionale, comunitaria o extracomunitaria (art. 2.3.2).

Fondamentale è anche la figura dell'*advisor* che, sebbene la sua presenza non sia obbligatoria, salvaguarda gli interessi della società emittente e gestisce i rapporti con gli altri attori coinvolti durante il processo di quotazione. Inoltre, il *financial advisor* partecipa alle diverse fasi dell'operazione di quotazione che si articolano dal momento del *planning* della stessa, definendo una dettagliata strategia per l'IPO e una valutazione di massima della fattibilità e della convenienza della quotazione, passando per la fase di *due diligence* e arrivando al *bookbuilding*, in cui l'*advisor* assiste l'emittente durante i *roadshow*. L'*advisor* finanziario partecipa anche alla nomina dello *sponsor* e del *global coordinator* che, nella maggior parte dei casi, sono ruoli rivestiti dal medesimo soggetto. La presenza dell'*advisor* è necessaria nei casi in cui la complessità e/o l'importanza dell'operazione sia tale che la società non è in grado di completare senza assistenza tutte le fasi del processo.

Un'ulteriore figura che prende parte al processo di quotazione è quella dello *specialist*. La sua presenza è obbligatoria, ai sensi dell'art. 4.4.1 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a. in vigore dal 26 aprile 2021, soltanto nel segmento STAR, nel mercato MIV (ad esclusione del segmento professionale) e nel mercato ETFplus. L'operatore specialista, nominato dalla società emittente, si impegna a sostenere la liquidità dei titoli della società che lo ha incaricato.

Consulenti legali e revisori/società di revisione completano il quadro dei soggetti esterni chiave per il processo di IPO. I primi devono conoscere dettagliatamente la disciplina normativa in materia di titoli e di quotazione, in modo da poter guidare la società in questo processo per quanto riguarda gli aspetti di natura legale, contrattualistica e normativa. Essi si occupano di assistere l'emittente nella predisposizione del prospetto informativo e verificano che siano conformi ai requisiti previsti per tale documentazione. I revisori,

invece, si occupano di far sì che vengano rispettati gli obblighi aziendali in materia di comunicazione e sono responsabili della revisione dei bilanci e di altri eventuali documenti contenuti all'interno del prospetto informativo.

Infine, per quanto concerne le istituzioni coinvolte in occasione del processo di IPO, si citano la Consob, Borsa Italiana S.p.a. e la Monte Titoli S.p.a.. La Consob è l'autorità di vigilanza preposta alla regolamentazione dei mercati finanziari italiani, che supervisiona e garantisce la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori dei mercati finanziari. In particolare, nell'ambito del processo di quotazione, come si è già sottolineato, la Consob rilascia il nulla osta per la pubblicazione del prospetto informativo, passaggio fondamentale per l'ammissione alle negoziazioni. Borsa Italiana S.p.a. è l'autorità di gestione del mercato italiano mentre la Monte Titoli S.p.a., società controllata da Borsa Italiana che fa capo al London Stock Exchange Group, svolge la funzione di depositario centrale ed è attiva nel settore del *post-trading*.

3.6 Strumenti alternativi di accesso al mercato dei capitali

Di fianco al tradizionale processo di IPO, attraverso cui una società cambia il suo status da privata a quotata nel mercato borsistico, esistono degli strumenti alternativi di cui le imprese possono avvalersi per accedere al mercato dei capitali. La *ratio* risiede nel fatto che, talvolta, le società, soprattutto quelle di piccole dimensioni, non sono buone candidate a un'IPO, in quanto si tratta di un processo che può essere molto lungo e complesso oltre che costoso (costi diretti, *underpricing*, ecc.).

Tra gli strumenti alternativi di accesso al listino di Borsa, dunque, si collocano la SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) e il *Reverse Takeover* (RTO) (detto anche *Reverse Merger* o *Reverse IPO*).

La SPAC è una società di scopo, che adotta un percorso di raccolta di capitali conseguendo preliminarmente per sé l'obiettivo di quotazione in Borsa tramite un'IPO. L'immissione nel *Capital Market* dei propri titoli è finalizzata a pervenire, successivamente, a un'integrazione tramite una *business combination* con un'altra società. Questa operazione straordinaria si sostanzia in una fusione con incorporazione, con cui una società operativa (la *target* per la SPAC) assume la connotazione di nuovo soggetto quotato, fondendosi con la sua "navicella" non operativa. La SPAC, dunque, rappresenta un veicolo di investimento,

contenente esclusivamente liquidità e priva di operatività, creato *ad hoc* per la quotazione in Borsa.

In Italia, la prima quotazione tramite *Special Purpose Acquisition* è avvenuta nel 2011 con il *public listing* della SPAC Made in Italy¹ sul mercato AIM. La strada è stata aperta l'anno precedente dal nuovo Regolamento di Borsa Italiana, introdotto con la finalità di disciplinare l'accesso di nuovi veicoli di investimento nei mercati di quotazione. Bisogna puntualizzare però che Borsa Italiana, già nel 2009, aveva disposto la creazione di un mercato regolamentato dedicato esclusivamente ai veicoli di investimento: il Mercato Telematico degli *Investment Vehicles* (MIV).

Attraverso una *Reverse Merger*, invece, una società privata diventa pubblica fondendosi con un'altra *public company* (*shell company*) già esistente, che in molti casi non ha attività (diverse dal contante), denominata "società di comodo". Infatti, una fusione inversa è un'operazione di fusione tra una società quotata e una non quotata, in cui il controllo si trasferisce nelle mani degli azionisti dell'impresa non quotata.

3.7 CSR e quotazione

La diffusione della nuova filosofia che si basa sul concetto di "*doing well by doing good*", cioè che coniuga gli obiettivi economici con il tema della responsabilità sociale e ambientale, assume rilevanza anche nell'ambito del mercato dei capitali. Infatti, esiste un numero sempre crescente di investitori che combina, implicitamente o esplicitamente, una focalizzazione sul lungo periodo con un impegno in termini di responsabilità sociale d'impresa (CSR). Nofsinger et al. (2019), infatti, hanno dimostrato che gli investitori preferiscono detenere azioni di società con elevate prestazioni in ambito di CSR, in quanto, in caso contrario, potrebbero sorgere effetti economici negativi derivanti da azioni legali, da boicottaggi dei consumatori e dall'interruzione della produzione.

Pertanto, i manager potrebbero decidere di voler attirare proprio questa tipologia di investitori, incrementando le performance in materia di sostenibilità. In altre parole, l'ecosistema degli investitori e le loro peculiarità possono essere in grado di influenzare ed esercitare pressioni sulle società quotate, inducendole ad adottare comportamenti responsabili dal punto di vista ambientale e sociale (Goergen et al., 2019).

Inoltre, è possibile fare riferimento alla teoria della legittimità per spiegare che cosa può spingere una società a divulgare informazioni di carattere non finanziario. Partendo dalla

constatazione che gli investitori apprezzano la trasparenza, utilizzare degli strumenti di *disclosure* quali bilanci di sostenibilità e DNF può permettere all'impresa di creare o mantenere la legittimità (Deegan, 2002). Di contro, se gli *stakeholder* percepissero le performance ambientali e sociali di un'impresa come sotto qualificate, questa si troverebbe ad affrontare una minaccia alla sua legittimità (Davis, 1973).

Tuttavia, non sono solo gli investitori a considerare positivamente le società che divulgano informazioni legate al tema della CSR, ma sono anche gli analisti che attribuiscono valutazioni più elevate alle imprese socialmente responsabili (Ioannou e Serafeim, 2015).

CAPITOLO IV – IL FENOMENO DELL’UNDERPRICING E LA DISCLOSURE NON FINANZIARIA

4.1 Introduzione

Sebbene il tema della quotazione nei mercati regolamentati sia molto ampio, dopo la panoramica offerta dal precedente capitolo sul relativo processo e le diverse fasi in cui esso si articola, questo capitolo si focalizza sul fenomeno dell'*underpricing* (detto anche IPO *discount*), funzionale per comprendere appieno la parte empirica oggetto del capitolo seguente. E ancora, questo *topic* viene trattato mettendone in luce le relazioni con il tema della trasparenza e dell'asimmetria informativa, che costituisce una delle principali criticità che sorge al momento in cui una società sceglie di emettere titoli destinati al pubblico. Infatti, se da un lato i soggetti interni all'impresa godono di un vantaggio informativo in merito alla redditività prospettica e al reale valore della stessa, dall'altro, gli investitori detengono una maggiore conoscenza di come questa redditività sia valorizzata dal mercato. Questa situazione di incertezza influisce negativamente e va ad impattare sulla determinazione del prezzo al quale le azioni possono essere vendute. È da qui che si origina il fenomeno dell'*underpricing*, un'anomalia che si verifica nel breve periodo.

4.2 La determinazione del prezzo di offerta

Decidere il prezzo di emissione costituisce un'operazione molto complessa. In questo paragrafo, si analizzano i meccanismi di definizione del prezzo a cui verranno negoziati i titoli. Questo deve essere in grado di rispecchiare non solo le condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali dell'emittente ma deve essere, allo stesso tempo, in linea con le valutazioni espresse dal mercato in merito a titoli simili già in circolazione. Ciò implica che, nell'attività di *pricing*, si deve considerare anche la congiuntura corrente nel mercato azionario, la concorrenza di altre emissioni nel periodo, l'incertezza dei potenziali investitori, il livello dei tassi di interesse, la situazione politica, la fase del ciclo economico, ecc... (Perrini, 1999).

Tra le modalità di fissazione del prezzo di offerta, le più comuni sono il *bookbuilding*, il prezzo di offerta fisso (*fixed-price offerings*) e le aste (*auctions*). Tuttavia, A. E. Sherman

(2005) ha individuato, a livello mondiale, una tendente preferenza per il modello del *bookbuilding* per le IPO, che prevede la determinazione del prezzo di offerta all'interno di un *price-range*. Questo è dovuto soprattutto al fatto che tale procedura offre alle società emittenti maggiore flessibilità e consente loro di controllare la spesa per l'acquisizione di informazioni e di ridurre il rischio di fallimento dell'offerta.

4.2.1 *Bookbuilding*

La procedura di *bookbuilding* prevede che l'*underwriter*, durante degli incontri denominati *roadshow* (che solitamente durano due settimane), presenti l'emittente ai potenziali investitori (*one-to-one meeting*) e, sempre in questa fase, avviene la raccolta delle loro manifestazioni di interesse, a carattere non vincolante. L'assenza di *penalties* da pagare in caso di annullamento dell'ordine consente agli investitori di esprimersi con maggiore libertà e autenticità e allo stesso tempo, alla banca di investimento, di acquisire informazioni in relazione alla domanda. Infatti, di norma, nel caso di offerta al pubblico funzionale all'ammissione alle negoziazioni, il prezzo di collocamento e la quantità non vengono determinati preventivamente in modo univoco, ma ci si limita a fissare una "forchetta di prezzo" (un intervallo tra un valore massimo e un valore minimo), entro cui effettuare la raccolta delle adesioni all'offerta. Tutte le informazioni raccolte, riguardanti il prezzo e la quantità degli strumenti e le adesioni degli investitori istituzionali, vengono registrate nel libro degli ordini (*orderbook*).

Il prezzo viene fissato dopo le prenotazioni dei risparmiatori *retail* e, alla fine dei *roadshow*, sulla base delle *indications of interest*, raccolte nella fase di sollecitazione. Il CdA, dunque, assegna ai membri del consorzio le azioni da collocare presso il pubblico indistinto il primo giorno di negoziazione. È in questa occasione, però, che viene a determinarsi il prezzo di mercato del titolo, risultato del reale interesse degli investitori, che può confermare o meno quanto previsto in fase di *bookbuilding*.

Il prezzo finale, in linea generale, viene determinato in modo tale allocare la totalità delle azioni tra gli investitori istituzionali e *retail* ma, allo stesso tempo, lasciando parte della domanda non soddisfatta. Così facendo, si mantiene elevato l'interesse del mercato nei confronti dei titoli e se ne supporta l'andamento nell'*aftermarket*. Infatti, in sede di IPO è importante, non solo che i titoli vengano collocati tutti, ma anche che questi rimangano interessanti agli occhi degli investitori, in modo che possano essere scambiati e possano

incorporare le prospettive future di crescita dell'azienda. Il processo di fissazione del prezzo, dunque, è un procedimento a fattispecie successive, che consente all'emittente di apprendere informazioni sulla domanda del mercato.

Uno dei principali vantaggi legati all'adozione del metodo del *bookbuilding*, rispetto a quello della determinazione di un prezzo fisso di offerta, è dato dalla fissazione di un prezzo che generalmente risulta più accurato rispetto a quello che viene deciso nel secondo caso.

A ciò si aggiunge il fatto che si tratta di un processo trasparente e che offre, tanto ai sottoscrittori quanto alle banche di investimento, maggiore flessibilità rispetto alle altre modalità di fissazione del prezzo. Infatti, la riduzione delle asimmetrie informative, resa possibile attraverso questa modalità, influenza positivamente l'*underpricing* che si riduce, dal momento che la banca è in grado di conoscere con maggiore sicurezza il livello di prezzo massimo che le consente di collocare presso il pubblico tutte le azioni. Sono numerosi gli studi in letteratura che hanno messo in luce la relazione tra prezzo di emissione e le informazioni divulgate (Cornelli et al., 2003), individuando una diminuzione del livello di *underpricing*, a fronte di una riduzione dell'asimmetria informativa.

Proprio su questo punto si inserisce il tema di ricerca oggetto di questo elaborato, approfondendo il tema delle asimmetrie informative, ma focalizzandosi sulla comunicazione al pubblico da parte di una società quotanda delle proprie performance di carattere non finanziario.

4.2.2 Prezzo di offerta fisso

In un regime di prezzo di offerta fisso, il prezzo al quale le azioni vengono collocate è determinato e pubblicizzato prima della data effettiva dell'IPO, all'interno del prospetto informativo, senza che vi sia quindi alcun "*price-discovery effort*". Questo significa che gli investitori conoscono, in anticipo rispetto al momento della contrattazione, il prezzo di emissione. Pertanto, a differenza del *bookbuilding*, la determinazione di un *fixed-price* costituisce una modalità statica. I potenziali investitori inviano, poi, i loro ordini per le azioni a tale prezzo fisso e queste verranno successivamente assegnate secondo la procedura di riparto, che può essere discrezionale o meno.

In genere, il prezzo di offerta è uno sconto significativo del vero valore delle azioni, al fine di garantire la piena sottoscrizione. Ne deriva che le IPO a prezzo di offerta fisso sono associate in media a un maggior livello di *underpricing* rispetto ad altre modalità di fissazione del prezzo, il che si traduce in un costo indiretto per la società emittente. Per questo motivo, tale criterio di determinazione dell'*offer price*, sebbene teoricamente sia quello più equo data la discrezionalità lasciata agli investitori, è comunemente considerato come inefficiente e quindi è scarsamente utilizzato.

4.2.3 Auction

Un'ulteriore modalità di fissazione del prezzo è quella che avviene attraverso un'asta, in cui gli investitori sono invitati a presentare offerte indicando il numero di azioni e il prezzo limite al quale sono disposti ad acquistarle. Si evince, quindi, che la determinazione del prezzo è rimessa nelle mani degli investitori e, pertanto, l'*underwriter* ha un ruolo piuttosto passivo in questo meccanismo.

È possibile individuare due principali tipologie di aste: l'asta marginale (*uniform price auction*) e l'asta competitiva (*discriminatory price auction*). Nel primo caso, come suggerisce il nome stesso, tutti gli investitori pagano un prezzo uniforme per azione, che viene determinato intersecando il numero di azioni emesse con la curva di domanda risultante dall'aggregazione dei diversi ordini e scegliendo quello più basso offerto da un investitore che si è aggiudicato delle azioni. Nelle *discriminatory price auctions*, invece, le azioni vengono assegnate secondo un ordine discendente che parte dal prezzo di offerta più alto, fintanto che non vengono esaurite tutte le azioni disponibile. Ne deriva, perciò, che ciascun investitore paga quanto ha offerto. Le aste comportano un rischio di sottoscrizione molto più elevato rispetto ad altre modalità di fissazione del prezzo di offerta che lo rendono, ad oggi, l'IPO *mechanism* meno diffuso.

4.3 L'underpricing

Un fenomeno largamente diffuso in tutti i mercati finanziari e che riguarda l'*Initial Public Offering* è l'*underpricing* (o sottovalutazione) dell'azione. Con il termine *underpricing* (indicabile in italiano con l'espressione "sconto all'emissione"), si intende quella situazione per cui i titoli di prima quotazione vengono offerti sul mercato primario a un prezzo inferiore rispetto al loro *fair value*. Tale termine proviene dalla letteratura

accademica statunitense degli anni '70 e descrive quei movimenti del prezzo delle azioni di nuova emissione dopo l'offerta.

Infatti, ogniqualvolta un'impresa si quota in Borsa, risulta piuttosto complesso per i sottoscrittori determinare il prezzo a cui gli investitori saranno disposti ad acquistare le azioni.

In letteratura, Beatty e Ritter (1986) si sono focalizzati sul tema del divario informativo esistente tra investitori ed emittente, individuando una relazione diretta tra l'*underpricing* di un'*Initial Public Offering* e il grado di incertezza circa il valore aziendale. Questo rendimento anomalo iniziale acquisisce rilevanza in particolar modo in merito alla volontà di individuare le ragioni che giustificano la circostanza secondo cui gli emittenti stiano lasciando del "denaro sul tavolo" (Loughran et al., 2002); l'*underpricing*, infatti, si configura come un costo opportunità (in quanto si tratta di un mancato guadagno per l'emittente) che potrebbe mettere in discussione l'efficienza del mercato.

In quanto tale, Allen e Faulhaber (1988) e Ritter e Welch (2002) sostengono che solo le imprese più solide siano in grado di sopportare questo costo e, dunque, ciò dovrebbe essere interpretato dal mercato come segnale credibile della qualità aziendale.

Tra i primi studiosi ad analizzare il fenomeno dell'*underpricing*, si individuano R. G. Ibbotson e J.F. Jaffe (1975) che hanno messo in luce, nello specifico, l'esistenza dei cosiddetti "*hot new-issue periods*", ovvero dei periodi durante i quali un considerevole numero di imprese con elevato rischio sceglie di quotarsi, seguendo l'anomalo andamento positivo dei tassi di rendimento medio del primo mese. Il modello sul tema dell'*underpricing*, elaborato da K. Rock, implica che le società più rischiose dovrebbero avere dei rendimenti iniziali medi più elevati rispetto a quelli delle società di cui è più semplice valutarne l'effettivo valore, poiché è maggiore l'incertezza sul rendimento iniziale. Questa costituisce una possibile spiegazione all'esistenza dei cosiddetti "*hot-issue markets*".

La maggior parte delle teorie, infatti, spiega l'esistenza del fenomeno dell'*underpricing* come una conseguenza delle asimmetrie informative durante il processo di IPO e dell'incertezza ex ante legata al valore di mercato dell'impresa. Una delle principali implicazioni di ciò, dunque, è il fatto che, nonostante gli sforzi dell'*underwriter*, tale grado di incertezza tra gli investitori non venga completamente risolto. Per questo motivo, in letteratura, si distingue tra *underpricing ex ante* e *underpricing ex post*, dove il primo è determinato come differenza tra il prezzo atteso sul mercato e il prezzo di emissione,

mentre il secondo indica la differenza tra il prezzo di negoziazione realizzato e il prezzo di emissione.

Nel presente elaborato, l'IPO *underpricing* utilizzato è quello determinato ex post e viene calcolato come segue:

$$\text{underpricing} = \left(\frac{P_m - P_0}{P_0} \right) \cdot 100 \quad (4.1)$$

dove P_m è il prezzo del titolo sul mercato alla chiusura del primo giorno di negoziazione e P_0 è il prezzo di offerta dell'emissione azionaria.

L'*underpricing* può anche essere calcolato depurandolo (e quindi tenendo conto) dell'andamento del mercato oppure non considerandolo.

Si sottolinea però che in alcune ricerche, al posto del prezzo di offerta alla chiusura del primo giorno, si utilizza, per il confronto con il prezzo di emissione, il prezzo di chiusura di un giorno successivo, che solitamente può essere quello di una settimana ma anche della fine del mese.

Sulla base delle teorie delle asimmetrie informative, maggiore è l'incertezza ex ante circa l'effettivo valore di una società, più elevato sarà il livello di *underpricing*. Nel corso degli ultimi dieci anni, il valore medio di quest'ultimo si è attestato tra il 10% e il 15%, a seconda dei mercati e dell'intervallo temporale di riferimento (Dallocchio et al., 2011).

Dunque, l'IPO *underpricing* contraddice il presupposto dell'efficienza dei mercati, perché se questi fossero tali, gli emittenti dovrebbero ricevere il valore di mercato per le azioni emesse.

4.4 L'*underpricing* nella letteratura: tentativi di spiegare tale fenomeno

In letteratura, nel corso degli ultimi cinquant'anni, sono numerosi gli autori che hanno studiato e proposto molteplici spiegazioni del fenomeno dell'*underpricing*. Queste possono essere ricondotte entro quattro macro-categorie: presenza di asimmetrie informative, ragioni istituzionali, considerazioni legate al controllo e all'assetto proprietario e approccio comportamentale (Ljungqvist, 2007).

Tra coloro che hanno cercato di giustificare il fenomeno dell'*underpricing* facendo riferimento al tema dell'asimmetria informativa si colloca K. Rock⁷¹, con il suo modello della maledizione del vincitore ("*winner's curse*"); quest'ultimo costituisce

⁷¹ Rock, K. (1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics*, 15 (1-2), pp. 187-212.

un'applicazione del "problema dei limoni" di George Akerlof (1970). K. Rock parte dall'assunto che esiste un'eterogeneità in termini di informazioni possedute dagli investitori: esistono, infatti, investitori maggiormente informati di altri in merito alla società emittente e ciascuno di essi deve affrontare un problema di selezione avversa quando invia un ordine di acquisto di azioni. La presenza di questo divario fa sì che gli "investitori informati", cioè coloro che sono in grado di valutare il prezzo di offerta rispetto al valore reale dei titoli, partecipino solo alle emissioni scontate, lasciando agli investitori poco informati - che non sono in grado di distinguere quali siano quelle attraenti - le restanti, comprese le IPO *overpriced*. In questo modo, gli investitori meno informati sono esposti alla cosiddetta "maledizione del vincitore" e, nel caso peggiore, potrebbero essere esclusi totalmente dalle emissioni considerate appetibili dagli investitori informati. Per contrastare tale fenomeno, le imprese e le banche sottoscrittrici, che ne sono a conoscenza, devono proporre uno sconto e quindi accettare un determinato livello di *underpricing* per attrarre anche la categoria di soggetti poco informati e compensare le asimmetrie informative, incoraggiandoli a sottoscrivere titoli di prima emissione.

L. M. Benveniste e P. A. Spindt (1989), assumendo che il prezzo di emissione venga determinato con il meccanismo del *bookbuilding*, hanno dimostrato che gli *underwriters*, per ridurre il *winner's curse*, tentano di raccogliere informazioni dagli investitori informati, in termini di quantità di azioni da sottoscrivere e di disponibilità a pagare per queste. Essi, però, non hanno alcun interesse a divulgarle prima che le azioni vengano vendute. Questo perché, essendo consapevoli del fatto che la banca d'investimento, nella determinazione del prezzo di offerta, si baserà sulla loro disponibilità a pagare per tali azioni di nuova emissione, si trovano in una posizione di vantaggio. Perciò, date queste premesse, Benveniste e Spindt ritengono che l'*underpricing* sia un compenso per gli investitori più informati per aver rivelato in modo veritiero le loro informazioni, riducendo così "*the money left on the table*".

Rock (1986) e Michaely e Shaw (1994) arrivano ad affermare che, qualora teoricamente le conoscenze preliminari di cui dispongono gli investitori, in occasione di un'IPO, fossero omogenee, il problema dell'*adverse selection* non si presenterebbe e di conseguenza non sarebbe necessario lo sconto all'emissione (*underpricing*).

Per quanto riguarda le motivazioni "istituzionali", la presenza di una sottovalutazione al momento dell'emissione di nuove azioni può essere giustificata dalla volontà di evitare

azioni legali da parte degli investitori insoddisfatti delle performance post-IPO delle azioni acquistate (Yong et al., 2003). Inoltre, la presenza di tale fenomeno, sempre nell'ambito dell'approccio istituzionale, potrebbe anche essere legata all'attività di supporto dei prezzi ad opera dell'*underwriter* e in particolare alla stabilizzazione di questi nell'*aftermarket*, per evitare una caduta del prezzo delle azioni. Infine, sebbene meno rilevante e maggiormente influenzata dal contesto geografico specifico di riferimento, secondo la teoria sul vantaggio fiscale, proposta prima da K. Rydqvist⁷² (1997) e approfondita poi da M. A. Taranto⁷³ (2003), lo sconto all'emissione può essere giustificato da benefici di natura fiscale.

Le teorie del controllo sostengono che l'*underpricing* aiuti a plasmare la base degli azionisti, in modo tale da limitare gli interventi di investitori esterni, una volta che la società acquisisce lo status di quotata. Infatti, partendo dall'intuizione che la quotazione possa costituire un passo verso la separazione tra proprietà e controllo, Brennan e Franks (1997) sostengono che l'*underpricing* rappresenti un'opportunità per i manager di proteggere i propri benefici privati e mantenere il controllo sull'impresa, allocando strategicamente le azioni in sede di quotazione. Dunque, attraverso lo strumento del prezzo di offerta estremamente vantaggioso, i proprietari di una società sono in grado di discriminare tra i richiedenti delle azioni e di ridurre il quantitativo di nuove partecipazioni assegnato a ciascun soggetto ("*the reduced monitoring hypothesis*"). Tuttavia, sempre nell'ambito delle teorie legate al tema dell'*ownership and control*, Stoughton e Zechner (1998) forniscono un'argomentazione sull'esistenza del fenomeno dell'*underpricing*, in relazione a delle considerazioni sul tema del monitoraggio, opposta rispetto a quella proposta da Brennan e Franks. I primi, infatti, sostengono che pochi *large investors* permettono una migliore attività di *monitoring* sull'operato dei manager, che potrebbero mettere in atto dei comportamenti finalizzati a massimizzare i propri interessi personali a discapito del valore aziendale. Questa affermazione è giustificata dalla presenza dei cosiddetti costi di agenzia, ovvero dei costi che possono derivare dal conflitto di interessi in caso di separazione tra proprietà e controllo e che possono essere ridotti, in quest'ottica, attraverso lo strumento dell'*underpricing*.

⁷² Rydqvist, K. (1997), "IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation", *Journal of Banking and Finance*, 21, pp. 295-313.

⁷³ Taranto, M. A. (2003), *Employee Stock Options and the Underpricing of Initial Public Offerings*, unpublished working paper, University of Pennsylvania.

Molti ricercatori però, soprattutto a partire dalla fine degli anni '90 del secolo scorso, hanno iniziato a dubitare che quelle fin qui presentate fossero delle giustificazioni solide tali da spiegare un fenomeno così diffuso.

Le teorie comportamentali, dunque, partono dal mettere in dubbio la razionalità dei soggetti coinvolti nel processo di quotazione. Nell'ambito di questa area della finanza, uno dei tentativi di spiegazione del fenomeno dell'*underpricing* è quella dell'"*Information Cascades*" proposta da I. Welch nel 1992⁷⁴. In questo modello, si ritiene che i potenziali investitori, nel prendere le decisioni, non considerino soltanto le informazioni a loro disposizione, ma anche quelle possedute dagli altri investitori. Questo significa che, laddove un investitore osservi un crescente interesse da parte degli altri investitori ad acquistare determinate azioni, anch'esso sarà maggiormente attratto da queste; viceversa, qualora non percepisca alcun interesse da parte degli altri investitori, desisterebbe dall'acquisto. Le società emittenti, quindi, possono utilizzare lo strumento dello sconto all'emissione per attirare gli *early investors* e per avviare l'"effetto cascata".

Un'ulteriore teoria che afferisce al filone della finanza comportamentale e che si propone di spiegare il fenomeno dell'*underpricing* è quella presentata da Ljungqvist et al. (2006). Questa si basa sul presupposto che sul mercato esistono degli "investitori *sentiment*" (*s-type investors*), ovvero degli investitori irrazionali che accolgono in maniera ottimistica le IPOs. Per questo motivo, l'obiettivo per le società emittenti diventa quello di catturare «*as much as possible of the surplus under the exuberant investors' demand curve [...]*».

Un approccio ancora diverso è quello proposto da Loughran e Ritter (2002) che, a differenza della teorizzazione di Ljungqvist et al., si focalizzano, nell'intento ancora una volta di analizzare il tema dell'*underpricing*, sui pregiudizi comportamentali delle *IPO firms* piuttosto che degli investitori. Queste, infatti, sono disposte ad accettare di "lasciare del denaro sul tavolo", in termini di minor rendimento del primo giorno di quotazione, dal momento che tendono a sommare la perdita di ricchezza derivante dall'*underpricing* con i guadagni ottenibili mantenendo le azioni, il cui prezzo si impenna nell'*aftermarket*. Questo concetto si fonda sulla nozione di "*Mental Accounting*" proposta da Thaler⁷⁵ nel 1985.

⁷⁴ Welch, I (1992), "Sequential sales, learning and cascades", *Journal of Finance*, 47, pp. 695-732.

⁷⁵ Thaler, R. (1985), "Mental Accounting and Consumer Choice", *Marketing Science*, 4, pp. 199-214.

M. Regalli (2000), nel suo libro⁷⁶, individua le seguenti possibili spiegazioni al fenomeno dell'*underpricing*, che possono essere suddivise in quattro filoni:

- motivazioni basate sull'avversione al rischio: la prima giustificazione al fenomeno dell'*underpricing* è legata alla necessità di remunerare l'*investment banker* per il rischio che si accolla al momento della sottoscrizione dei titoli. Tuttavia, questa strada è stata pressoché abbandonata nel tempo, in quanto non è in grado di rispondere alla sovra-sottoscrizione. Ancora, l'*underpricing* potrebbe essere visto come uno strumento di tutela per lo *sponsor* o per il consorzio di collocamento da eventuali controversie, anche legali, con gli investitori;
- modelli di segnalazione e certificazione. Per un'impresa, nel momento in cui si presenta sul mercato, risulta fondamentale comunicare esternamente il proprio valore, in modo da poter raccogliere il capitale a condizioni più favorevoli. Allen e Faulhaber (1989) sono i primi a sviluppare tali modelli, che non nascono con lo scopo di giustificare il fenomeno dell'*underpricing*, ma piuttosto utilizzano questo come punto di partenza e come veicolo attraverso cui le società di valore elevato possono comunicare la loro "qualità";
- teorie basate sull'asimmetria informativa: queste teorie giustificano la presenza di uno sconto all'emissione con l'esistenza di asimmetrie informative fra gli agenti coinvolti in una IPO (la società emittente, l'*underwriter* e gli investitori). A differenza dei modelli citati in precedenza, però, questo non rappresenta una soluzione a tale problema, ma bensì ne costituisce una conseguenza;
- spiegazioni incentrate sull'attività di supporto del prezzo: questa categoria di teorie, in contrasto con quelle appena illustrate, non qualifica il livello di *underpricing* delle IPOs come una scelta volontaria dell'emittente o dell'*underwriter*, ma piuttosto ritiene che possa derivare dalla frequente attività di supporto del prezzo dei titoli collocati da parte di quest'ultimo. La fondatrice di questa teoria è J. S. Ruud (1993) che sostiene, infatti, che l'attività di stabilizzazione operata degli *underwriters* vada a influenzare il livello di *underpricing*⁷⁷.

⁷⁶ Regalli, M. (2000), *La quotazione delle small cap ed il ruolo degli intermediari*, G. Giappichelli, Torino.

⁷⁷ Ruud, J. S. (1993), "Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle", *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 135-151.

Infine, seguendo la classificazione proposta da F. Perrini (2000), è possibile individuare due principali filoni, uno speculare all'altro. Il primo è quello definito aziendalista, che ritiene che lo sconto all'emissione assolve a quattro funzioni:

- incentivante. Partendo dall'assunto fondante della già citata teoria di Rock secondo cui esistono alcuni investitori che sono maggiormente informati sull'impresa rispetto ad altri, un significativo sconto iniziale può rappresentare un incentivo e un modo di premiare i primi per aver rivelato in modo veritiero la propria disponibilità a pagare per i titoli e il numero di azioni che vorrebbero acquistare. A onor del vero, però, affinché ciò sia possibile, si renderebbe necessaria una campagna indirizzata a rendere edotti i potenziali acquirenti, che per ipotesi dispongono di poche informazioni, di tale riduzione del prezzo di offerta;
- strategica, considerando che una piccola rinuncia in fase di quotazione apre le porte ed è compensata, per gli anni successivi, dalla raccolta di fondi nei mercati mobiliari;
- di liquidità. Infatti, affinché le nuove emissioni possano essere assorbite dal mercato italiano, tipicamente caratterizzato da una forte illiquidità, è necessario che queste siano sotto-prezzate;
- sociale, in quanto l'*underpricing* può essere applicato per garantire un privilegio a determinate categorie di investitori. Quest'ultima funzione acquisisce una maggiore valenza generale rispetto a quelle fin qui elencate poiché, in questo caso, la sottovalutazione può essere predeterminata con certezza.

La teoria aziendale, però, è stata criticata da coloro che sostengono la non determinabilità del livello di *underpricing*.

Il secondo filone, quello cosiddetto finanziario, al contrario riconduce questo fenomeno a due principali motivazioni, entrambe poggianti sulla presenza di asimmetrie informative:

1. la possibilità che il mercato non sia informato in maniera appropriata circa la reale situazione dell'impresa;
2. l'avversione al rischio degli investitori.

4.5 CSR disclosure e IPO underpricing

Quest'ultimo paragrafo dell'elaborato costituisce una sorta di ponte tra la parte teorica, fin qui presentata, e quella empirica oggetto del capitolo seguente. Qui, infatti, vengono

delineate le considerazioni relativamente al rapporto tra il tema della comunicazione in fase di quotazione in Borsa, con particolare focus sul *topic* della *disclosure* di informazioni di carattere non finanziario, e il fenomeno dell'*undepricing* registrato il primo giorno di quotazione.

Come si è più volte ribadito, la comunicazione costituisce uno dei capisaldi della disciplina della quotazione e della negoziazione di titoli sul mercato regolamentato, con la finalità di garantire la trasparenza delle società quotate, sia per quanto concerne le informazioni relative all'assetto proprietario e al governo, sia per quanto riguarda i conti, in modo da consentire ai risparmiatori e a tutti gli operatori di prendere decisioni di investimento o di disinvestimento ponderate. *Ergo*, la trasparenza delle società quotate rappresenta un pilastro fondamentale per il funzionamento della Borsa.

Sono numerosi gli studi accademici in cui sono state analizzate le determinanti che influenzano il livello di *underpricing*, sviluppate come una *proxy* dell'incertezza *ex ante* del valore dell'impresa. Tra queste, si citano l'età di un'organizzazione - in quanto da tanto più tempo una società è presente sul mercato maggiori saranno le informazioni che di essa si dispongono e minore sarà l'incertezza legata alle possibili performance future -, il settore di appartenenza (Lowry et al., 2010; Alcaniz et al., 2015), le caratteristiche specifiche dell'impresa (Too et al., 2015), la presenza di fondi di *venture capital* nel capitale della società quotata che riduce la sottovalutazione delle azioni (Barry et al., 1990).

Alle determinanti fin qui elencate, si aggiunge anche quella riguardante la trasparenza informativa. Infatti, per una società quotata, una comunicazione ampia e continua permette di appianare le asimmetrie informative tra emittente dei titoli e potenziale investitore e migliorare la credibilità aziendale. Ciò porta a una riduzione del differenziale tra prezzo di offerta e disponibilità a pagare dell'acquirente, attenuando la volatilità del prezzo del titolo. A sua volta, questa diminuzione del *bid-ask spread* riduce il rischio di investimento e il costo richiesto per la disponibilità di capitali. Inoltre, la *disclosure* di ampie informazioni aggiuntive rispetto a quelle obbligatorie previste *ex lege* tende verosimilmente ad allargare la platea di soggetti interessati all'azienda.

Pertanto, sulla base della teoria dell'asimmetria informativa, si desume che le società sarebbero più trasparenti, anche con riferimento al proprio impegno in termini di sostenibilità ambientale e sociale, se ciò influenzasse il livello di *underpricing* e la percezione da parte degli investitori.

I già citati Beatty e Ritter (1986), nel loro *paper*⁷⁸, sostengono che quanto maggiore è l'incertezza *ex ante* sul valore di un'emissione, tanto più elevato sarà il livello di *underpricing* e di conseguenza anche "*the money left on the table*". Perciò, ne deriva che un'impresa emittente avrà interesse a ridurre questa incertezza divulgando volontariamente le informazioni.

Da questa affermazione, si pongono le basi per la ricerca empirica condotta nel capitolo successivo, all'interno del quale si vuole studiare l'impatto che l'attività di *disclosure* in materia di sostenibilità ha sul livello di *underpricing*, mettendo a confronto le performance in tal senso tra società maggiormente trasparenti e quelle che non rendicontano il loro impegno relativamente alle tematiche ambientali e sociali.

⁷⁸ Beatty, R. P., Ritter, J. R. (1986), "Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, 15 (1), pp. 213-232.

CAPITOLO V – ANALISI EMPIRICA

5.1 Introduzione

Nel seguente capitolo, attraverso un'analisi empirica, si vuole esaminare la relazione esistente tra la comunicazione della sostenibilità e l'esito delle IPO in termini di *underpricing*. Questo perché, come già evidenziato nel paragrafo 4.5 di questo elaborato, è fondamentale includere il tema della *Corporate Social Responsibility* (CSR) e della sostenibilità all'interno degli studi sull'*underpricing*, in quanto questi hanno il potenziale per influenzarne il livello e incidere sulle performance dell'IPO in generale. Infatti, secondo una ricerca condotta da Ernst & Young (EY), già nel 2013⁷⁹ gli investitori basano circa il 40% delle loro decisioni di investimento in azioni, in occasione di un'IPO, su fattori di natura non finanziaria.

La scelta di focalizzarsi solo sulle società di nuova quotazione è giustificata principalmente da due motivi. Il primo risiede nel fatto che recenti studi hanno dimostrato che la conoscenza e l'adozione di strumenti di rendicontazione della responsabilità sociale d'impresa crescono all'aumentare delle dimensioni aziendali; la seconda ragione, invece, è legata a una maggiore semplicità nel reperimento delle informazioni, dal momento che le società quotate sono tenute a rispettare obblighi di *disclosure* maggiori rispetto alle società non quotate. La decisione di considerare i bilanci di sostenibilità, le DNF e qualsiasi documento ad esso equivalente per l'analisi delle performance di sostenibilità di un'impresa deriva dal fatto che questa tipologia di documento risulta essere maggiormente esplicativa, per quanto concerne la *disclosure* di informazioni relative ai temi della sostenibilità ambientale e sociale, rispetto al prospetto informativo redatto al momento dell'IPO.

Questo elaborato, dunque, si colloca all'interno del filone di ricerca che mette in luce e studia la relazione esistente tra la divulgazione della sostenibilità e l'andamento del prezzo delle azioni e del successo di un'IPO nei mercati dei capitali. In letteratura, sono

⁷⁹ Ernst & Young (EY) (2013), *Guide to going public. Strategic considerations before, during and post-IPO*, disponibile a https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations-before-during-and-post-ipo.pdf.

stati numerosi gli approcci metodologici adottati; tra questi si cita quello di Murray et al. (2006) che si focalizzano sulle prime 100 società britanniche in termini dimensionali e lo studio di Ingram (1978) che affronta il tema della rilevanza della divulgazione della responsabilità sociale valutando empiricamente il suo impatto sul rendimento dei titoli. L'approccio scelto che viene adottato per condurre le analisi, in questo elaborato, è una combinazione tra uno maggiormente descrittivo e qualitativo e quello econometrico.

5.2 Domanda di ricerca e ipotesi

Dall'analisi della letteratura è emerso come, sebbene siano numerosi i lavori di ricerca che individuano possibili relazioni tra il livello di *disclosure* della sostenibilità da parte di un'impresa e le sue performance finanziarie, appaia ancora non completamente esplorata la questione legata al livello dell'*underpricing*, registrato il primo giorno di quotazione. Infatti, la qualità e la quantità di informazioni disponibili su una società quotanda sul listino di Borsa potrebbero giocare un ruolo fondamentale nella valutazione da parte degli investitori del valore aziendale e nella scelta di investimento.

Un tratto distintivo della presente ricerca è dato dal documento informativo scelto come oggetto di analisi. Infatti, la letteratura esistente nella valutazione della relazione tra livello di *underpricing* e divulgazione di informazioni di carattere non finanziario studia, nella maggior parte dei casi, i prospetti informativi redatti dalle società a fini dell'ammissione alle negoziazioni sul mercato regolamentato. In questo elaborato, invece, il grado di *disclosure* in materia di sostenibilità è valutato prendendo come riferimento il bilancio di sostenibilità, la DNF o l'*annual report*.

Da queste considerazioni preliminari, pertanto, prende avvio la ricerca empirica di questo capitolo, ponendosi principalmente le seguenti due domande:

1. la predisposizione di un report di sostenibilità o di un documento ad esso equivalente ha un impatto significativo sul livello dell'*underpricing* registrato da una società che si quota su Borsa Italiana?;
2. la divulgazione della sostenibilità in osservanza degli standard di rendicontazione proposti dal Global Reporting Initiative ha un potere esplicativo della variabile dipendente (*underpricing*) in termini di riduzione dell'incertezza ex ante degli investitori e di successo della raccolta di capitale?.

Questo elaborato si concentra, dunque, sulle pratiche di CSR nelle società neo-quotate su Borsa Italiana.

5.3 Costruzione del dataset

Per rispondere ai due interrogativi che ci si è posti al termine del paragrafo precedente, il *dataset* utilizzato è composto dalle società quotate tra il 1° gennaio 2015 e il 31 dicembre 2020⁸⁰ sui mercati MTA, AIM Italia, AIM Italia PRO e MIV, gestiti da Borsa Italiana S.p.a.⁸¹, dal momento che gli studi precedenti non si sono soffermati sugli anni più recenti. Si è scelto di considerare società quotate per quest'analisi dal momento che l'accesso alle informazioni, sia per quanto riguarda i bilanci di sostenibilità che con riferimento alle grandezze finanziarie, è più immediato rispetto a quelle non quotate. Inoltre, è stato individuato questo orizzonte temporale in quanto si ritiene esaustivo per analizzare un campione rappresentativo di IPO e per evitare che eccessive variazioni del contesto economico e normativo possano influenzare la significatività del risultato ottenuto, la sua validità e la sua confrontabilità.

Sono state escluse dal campione le “*Other Admission*”, così come vengono definite da Borsa Italiana S.p.a., avvenute nel medesimo orizzonte temporale e tutte le società che, successivamente all'accesso alle negoziazioni, sono state cancellate dal listino volontariamente, a seguito di operazioni di *business combination* oppure che sono fallite. Dunque, considerando queste ipotesi, il campione finale utilizzato è composto complessivamente da 129 IPO avvenute presso Borsa Italiana, di cui 19 società che redigono il bilancio di sostenibilità, o un documento ad esso equivalente, a partire dall'anno di quotazione o antecedentemente.

Facendo riferimento alla suddivisione dei settori di appartenenza contenuta in Tabella 11 nell'Appendice A, è possibile notare un'eterogeneità con riferimento a tale aspetto per quanto concerne le società che rendicontano le informazioni di carattere non finanziario (in grassetto nella medesima tabella). Si ritiene opportuno, però, ai fini di un'analisi più

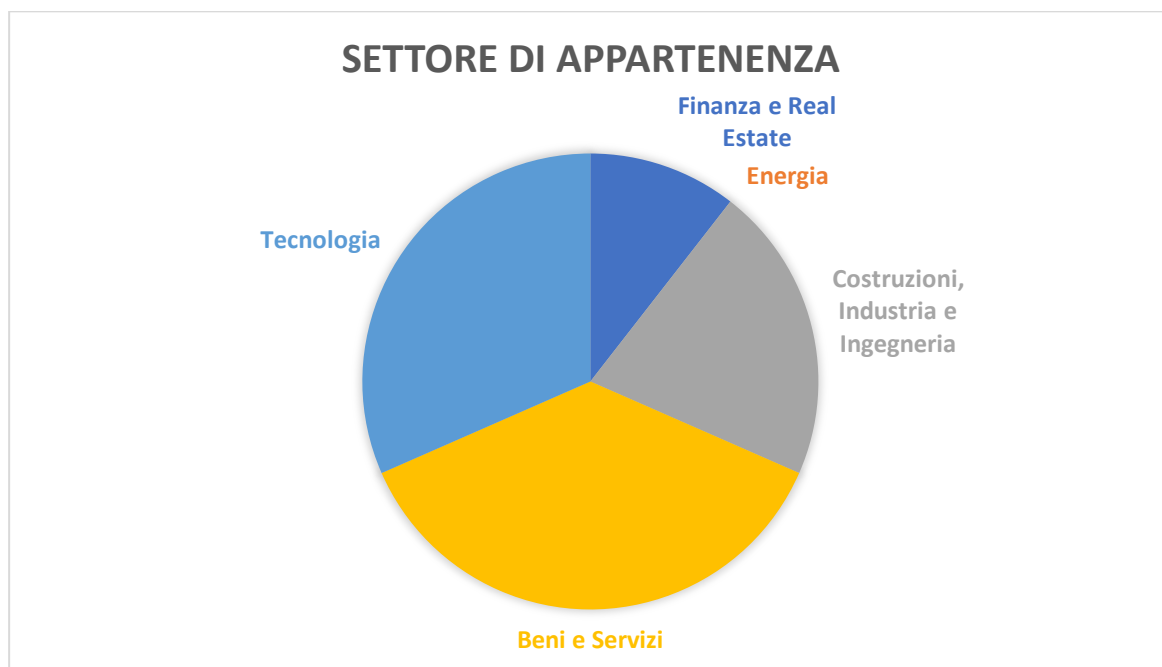
⁸⁰ L'elenco delle IPO avvenute nell'orizzonte temporale considerato proviene dal sito ufficiale di Borsa Italiana (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/ipo/tutte-le-ipo>).

⁸¹ L'elenco completo delle società che rientrano nel campione analizzato è contenuto nella Tabella 11 nell'Appendice A.

efficace, raggruppare le imprese in cinque macro-gruppi sulla base delle similarità dei settori di appartenenza, come segue⁸²:

1. finanza e *real estate*;
2. energia;
3. costruzione, industria e ingegneria (che comprende anche industria e trasporti);
4. beni e servizi (che include i seguenti settori: *advertising*, alimentare, *retail*, *media*, moda e lusso, *healthcare*, *interior design*);
5. tecnologia (in cui rientrano i settori tecnologia e telecomunicazioni).

Figura 5. Suddivisione delle società per settore di appartenenza



Fonte: elaborazione personale

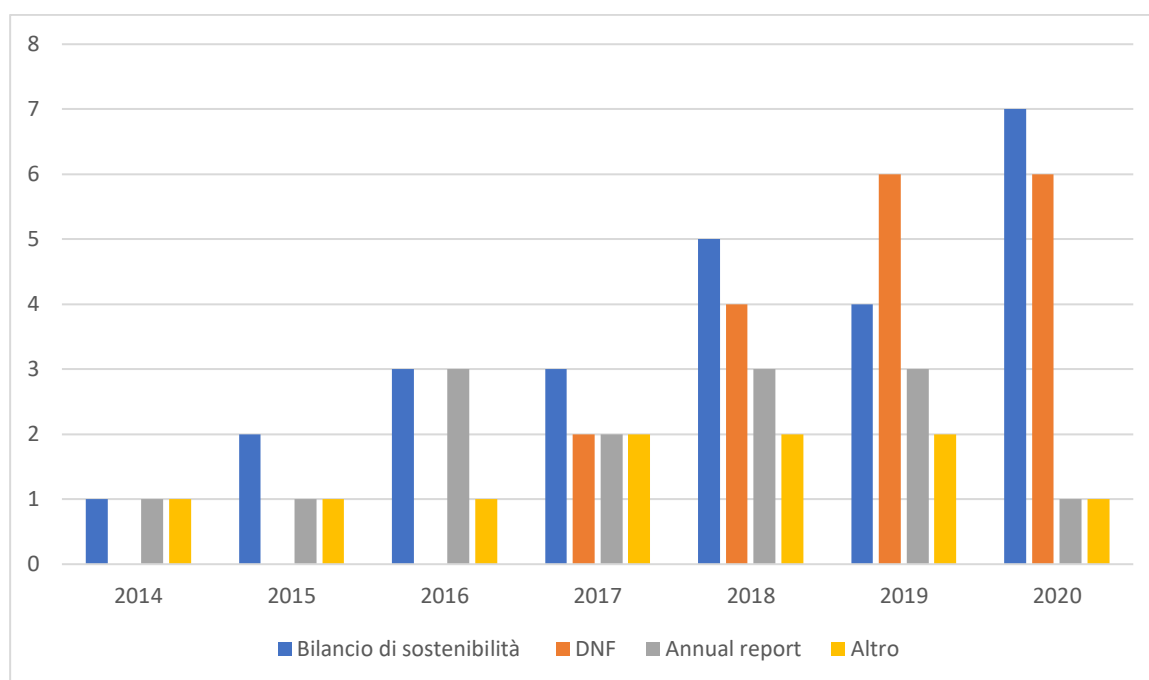
Da tale rappresentazione grafica e dopo l'operazione di raggruppamento delle società, si evince che le organizzazioni che divulgano informazioni di carattere non finanziario, quotate nell'orizzonte temporale tra il 2015 e il 2020, appartengono principalmente a due

⁸² Nell'individuazione dei cinque macro-settori di appartenenza delle società considerate ci si è rifatti alla suddivisione proposta nel paper "Exploring the Relationship Between Sustainability Disclosure, Financial Performance and Initial Public Offerings – UK evidence among recently listed companies on the AIM" (Brey et al., 2015).

settori, ovvero “Beni e Servizi” e “Tecnologia”, rispettivamente per il 37% e il 32% del totale.

Sempre con riferimento al sottogruppo delle società che predispongono il bilancio di sostenibilità, nell’orizzonte temporale considerato, la Figura 6 suddivide per anno le diverse tipologie di informative. Come si può notare, è aumentata progressivamente la divulgazione di carattere non finanziario di anno in anno, soprattutto realizzata mediante il bilancio di sostenibilità e la DNF. Questo incremento si è registrato prevalentemente a partire dal 2017, il che non sorprende se si considera che è l’anno di entrata in vigore del D.Lgs. n. 254/2016, che introduce l’obbligo di rendicontazione non finanziaria per le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico.

Figura 6. Suddivisione dell’informativa non finanziaria



Fonte: elaborazione personale

Questa rappresentazione grafica è stata realizzata facendo riferimento ai documenti mediante i quali le società comunicano informazioni di carattere ambientale, sociale ed economico, facilmente reperibili, laddove presenti, sui siti web delle società stesse nella sezione relativa alle performance di sostenibilità o in quella relativa ai bilanci e relazioni. Il passo successivo per la costruzione del *dataset* è quello legato alla raccolta delle informazioni relative all’IPO. Per quanto concerne quelle legate all’*underpricing*, ai

proceeds, al prezzo di offerta, al prezzo di chiusura e alla forchetta di prezzo, usati nella regressione multipla, sono state reperite dai prospetti di quotazione delle IPO, da Bloomberg e facendo riferimento al sito web delle società o al sito internet di Borsa Italiana S.p.a⁸³.

5.4 Metodologia di ricerca

Una prima domanda a cui si vuole rispondere attraverso l'analisi empirica condotta in questo elaborato è quella di verificare se la predisposizione di un report di sostenibilità o di un documento ad esso equivalente permetta di ridurre il livello dell'*underpricing* registrato da una società che si quota in Borsa. A questo proposito, è necessario calcolare la media dell'*underpricing* registrato dal sottogruppo di società che non rendicontano informazioni di carattere non finanziario e confrontarla con quella del sottogruppo impegnato nella divulgazione delle tematiche ESG. In particolare, per testare questa affermazione si effettua una verifica di ipotesi utilizzando il test statistico non parametrico Kruskal-Wallis.

Per poter rispondere al secondo interrogativo che ci si è posti all'inizio di questo elaborato, si procede in via preliminare a condurre un'analisi del contenuto (*content analysis*). Questa metodologia, che consiste nell'analisi quali-quantitativa dei report di sostenibilità/*annual report*/DNF redatti in conformità degli standard elaborati dal Global Reporting Initiative, è utilizzata per "estrarre" informazioni utili da questi documenti, con lo scopo di determinare le performance di sostenibilità delle società incluse nel campione. Dal momento che, nel corso dell'orizzonte temporale considerato, gli standard di rendicontazione si sono evoluti e sono state pubblicate diverse versioni, si è reso necessario un passaggio preliminare finalizzato a convertire gli indicatori, in modo da rendere comparabili i diversi documenti analizzati. A questo proposito è stata utilizzata una tabella di raccordo⁸⁴ tra la versione degli standard GRI G4 e GRI Standards, pubblicata dallo stesso Global Reporting Initiative.

⁸³ Sito web Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

⁸⁴ Global Reporting Initiative (2017), *Mapping G4 to GRI Standards-DISCLOSURES-FULL OVERVIEW*, disponibile a <https://www.globalreporting.org/standards/media/1098/mapping-g4-to-the-gri-standards-disclosures-full-overview.pdf>.

Dopo questa operazione, si procede alla determinazione dell'indice di *disclosure* per ciascuna delle principali dimensioni individuate dal GRI, secondo le modalità presentate nel dettaglio nel paragrafo seguente, e si continua poi con l'analisi econometrica vera e propria costruendo un modello di regressione lineare multipla per l'*underpricing*.

5.5 La misurazione del livello di disclosure

Per poter determinare il livello di *disclosure* non finanziaria delle organizzazioni socialmente responsabili impegnate nella predisposizione di bilanci di sostenibilità, si effettua una *content analysis* di questi, calcolando il numero di elementi comunicati per ciascuna delle dimensioni previste dal *framework* GRI (informativa generale, modalità di gestione, aspetti economici, aspetti ambientali, aspetti sociali). In questo modo, si costruisce per ciascuna di esse un indice di *disclosure* (ID) che costituisce una delle variabili indipendenti del modello di regressione, con il fine di individuare quale indicatore abbia il maggior potere esplicativo della variabile dipendente (*underpricing*). Infatti, la *content analysis*, così come viene definita da W. F. Abbott e R. J. Monsen (1979, p. 504), è «*a technique for gathering data that consists of codifying qualitative information in anecdotal and literary form into categories in order to derive quantitative scales of varying levels of complexity*»⁸⁵.

Tuttavia, alcuni studiosi (McGuire et al., 1988) hanno sollevato alcune perplessità in merito all'utilizzo di questa metodologia, dal momento che le organizzazioni potrebbero fuorviare i potenziali lettori di tali documenti di natura non finanziaria al fine di creare un'immagine più favorevole. Nonostante ciò, questo approccio è stato largamente utilizzato per l'analisi della sostenibilità aziendale e dei report CSR, anche grazie alla maggior accessibilità delle informazioni di carattere non finanziario (Krippendorff, 2013; Guthrie et al., 2008).

Le diverse analisi del contenuto possono però differire per quanto concerne le informazioni qualitative (numero di pagine, di paragrafi, di parole all'interno del documento analizzato) considerate per costruire delle scale quantitative. Gray et al.

⁸⁵ Abbott, W. F., Monsen, R. J. (1979), "On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement", *Academy of Management Journal*, 22 (3), pp. 501-515.

(1995), però, puntualizzano ed enfatizzano la necessità che i dati raccolti attraverso la *content analysis* abbiano un significato associato che sia condiviso da tutti i ricercatori.

Il livello di informazioni contenute all'interno del report di sostenibilità o della Dichiarazione di carattere non finanziario (DNF) corrisponde al numero di informazioni che ciascuna impresa del campione fornisce, secondo il *framework* GRI. Siccome, con riferimento alle società incluse nel campione, non esiste un *database* che raccoglie degli indicatori espressione dell'attività di divulgazione della sostenibilità, si è proceduto a calcolare l'indice di *disclosure* (ID) in autonomia, secondo una metodologia largamente utilizzata e diffusa in letteratura. In particolare, la formula utilizzata è la seguente:

$$ID_j = \sum_{i=1}^{n_j} \frac{d_i}{N} \quad (5.1)$$

dove j indica la singola impresa, N è il numero totale di elementi, relativi a una specifica dimensione, che devono essere divulgati secondo lo standard GRI (informativa generale, modalità di gestione, ambito economico, ambito ambientale, ambito sociale) e d_i è il numero di indicatori divulgato da ciascuna società. Tale indice, dunque, riflette il tasso di adozione delle linee guida emanate dal Global Reporting Initiative nella versione del 2016. L'indice di *disclosure*, così come è stato definito, viene costruito attribuendo valore pari a 1 se la dimensione viene individuata nel report di sostenibilità oppure pari a 0 se è assente o se è presente solo parzialmente. Inoltre, non viene applicata alcuna graduatoria per l'importanza di elementi diversi, né viene utilizzato il numero di parole su un elemento. L' ID_j è una grandezza che può assumere valori compresi tra 0 e 1, come si evince dalla tabella sotto riportata.

Tabella 1. Tabella riassuntiva della *content analysis*

SOCIETÀ	INDICE DI DISCLOSURE GRI 102	INDICE DI DISCLOSURE GRI 103	INDICE DI DISCLOSURE GRI 200	INDICE DI DISCLOSURE GRI 300	INDICE DI DISCLOSURE GRI 400
AEROPORTO DI BOLOGNA	0	0	0	0	0
COIMA RES	0,464285714	0	0	0,28125	0
VETRYA	0	0	0	0	0
UNIEURO	0,642857143	0	0,176470588	0,3125	0,375
DOBANK	0,696428571	0,333333333	0,352941176	0,25	0,025
NEODECORTECH	0,571428571	0	0,117647059	0,1875	0,1
PIRELLI & C.	0,946428571	1	0,705882353	0,9375	0,7
CAREL INDUSTRIES	0,607142857	0	0,235294118	0,25	0,225
MONNALISA	0,982142857	1	0,705882353	0,625	0,775
PIOVAN	0,553571429	0	0,117647059	0,15625	0,225
GAROFALO HEALTH CARE	0,375	1	0,058823529	0,125	0,075
NEXI	0,642857143	1	0,235294118	0,21875	0,3
ITALIAN EXHIBITION GROUP	0,035714286	0	0,117647059	0,1875	0,075
PATTERN	0,464285714	1	0,176470588	0,03125	0,275
RADICI PIETRO INDUSTRIES & BRANDS SPA	0	0	0	0	0
NEWLAT FOOD	0,267857143	0	0,176470588	0,21875	0,275
UNIDATA	0,589285714	0	0,235294118	0,21875	0,225
RETI	0,571428571	1	0,352941176	0,25	0,425
CONVERGENZE	0,428571429	0,333333333	0,235294118	0,25	0,45

Fonte: elaborazione personale sulla base delle informazioni ricavate dai bilanci di sostenibilità e in particolar modo dalla tabella denominata “GRI Content Index”

Dunque, dal punto di vista metodologico, tale indice è stato calcolato attraverso un conteggio puntuale di ciascuno degli standard GRI rendicontati che, rapportato al totale secondo la formula 5.1, ha portato alla determinazione degli indici di *disclosure* GRI 102, GRI 103, GRI 200, GRI 300 e GRI 400 per ciascuna delle 19 società che divulgano le performance di natura non finanziaria, con riferimento all’anno di quotazione.

La presenza o meno di ciascun indicatore è stata verificata facendo riferimento alla tabella “GRI Content Index” situata, nella maggior parte dei casi, nelle ultime pagine del bilancio di sostenibilità; qualora questa fosse stata assente, si è proceduto a ricostruirla autonomamente. La *content analysis* è stata compiuta su un totale di 70 bilanci di sostenibilità o documenti ad essi equivalenti delle 19 società incluse nel campione, nel periodo di tempo compreso tra il 2014 e il 2020.

Per quanto riguarda le società Aeroporto di Bologna, Vetrya e Radici Pietro Industries & Brands S.p.a., tutti gli indici di *disclosure* sono pari a zero, in quanto i bilanci di sostenibilità relativi all'anno di quotazione predisposti da queste imprese non sono redatti in conformità dei GRI Standards.

Con riferimento al "GRI 102 *General Disclosures*", tutte le società considerate hanno rendicontato almeno una volta, nel corso dell'intervallo di tempo analizzato, uno degli standard previsti. Tuttavia, come si evince dalla Tabella 2, si registra un'importante differenza tra i tassi di adozione medi dei primi due anni (2014 e 2015) e quelli degli anni successivi. Questo perché soltanto negli ultimi anni, anche a seguito dell'entrata in vigore del D.Lgs. n. 254/2016 (1° gennaio 2017), il numero di società che rendicontra le proprie performance di natura non finanziaria è aumentato, determinando pertanto anche un incremento dei singoli indicatori GRI divulgati.

Tuttavia, per quanto riguarda il tasso di adozione medio per gli indicatori compresi tra il numero 102-18 e il 102-39 - relativi a informazioni riguardanti la struttura della *governance*, i ruoli dei vari massimi organi di governo e la valutazione delle loro competenze e performance - esso tende a rimanere piuttosto contenuto lungo tutto il periodo di tempo preso in esame. La possibile *ratio* è legata al fatto che nei bilanci di sostenibilità redatti "in accordance to GRI" che adottano l'opzione *Core* non è necessario divulgare questi indicatori.

Al contrario, risultano largamente rendicontate all'interno dei *non-financial report*, le informazioni riguardanti il profilo dell'organizzazione, il cui tasso medio di adozione, nel 2020, supera il 60%, risultando la categoria di indicatori maggiormente divulgata.

Tabella 2. Tasso di adozione medio dello Standard GRI 102 (2014-2020)

Indicatore GRI	GRI 102						
	Tasso di adozione medio (%)						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
da 102-1 a 102-13	10,53%	10,53%	22,27%	40,08%	59,51%	58,30%	61,13%
102-14 e 102-15	10,53%	10,53%	23,68%	36,84%	50%	50%	52,63%
102-16 e 102-17	7,89%	7,89%	18,42%	28,95%	42,11%	44,74%	42,11%
da 102-18 a 102-39	5,26%	5,02%	9,81%	13,16%	15,31%	13,40%	8,85%
da 102-40 a 102-44	10,53%	10,53%	23,16%	40%	55,79%	53,68%	51,59%
da 102-45 a 102-56	9,65%	9,65%	23,25%	39,91%	59,65%	54,38%	56,58%

Fonte: elaborazione personale sulla base dei bilanci di sostenibilità o documenti ad essi equivalenti pubblicati sui siti web delle società considerate

Per quanto riguarda lo Standard GRI 103 (da 103-1 a 103-3), mediante il processo di *content analysis* si ricava che soltanto il 15,79% delle società impegnate nella rendicontazione di carattere non finanziario divulga ogni anno tutte le informazioni relative all’approccio utilizzato per la gestione dei temi materiali. Inoltre, come emerge dalla Tabella 3, è ancora limitata la percentuale di adozione di questi indicatori, sebbene tendenzialmente in aumento nel corso dell’intervallo temporale considerato.

Tabella 3. Tasso di adozione medio dello Standard GRI 103 (2014-2020)

Indicatore GRI	GRI 103						
	Tasso di adozione medio (%)						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
103-1	5,26%	5,26%	21,05%	21,05%	36,84%	36,84%	36,84%
103-2	5,26%	5,26%	15,79%	26,32%	36,84%	36,84%	42,11%
103-3	5,26%	5,26%	15,79%	21,05%	31,58%	36,84%	31,57%

Fonte: elaborazione personale sulla base dei bilanci di sostenibilità o documenti ad essi equivalenti pubblicati sui siti web delle società considerate

Con riferimento, invece, ai tre “*Topic-Specific Standards*” (performance economica, ambientale e sociale), il tasso medio di adozione segue l’andamento crescente già registrato osservando gli altri indicatori analizzati in precedenza (Tabella 4). Tuttavia, in termini generali, risulta ancora piuttosto ridotta l’attività di divulgazione relativa alla dimensione economica, ambientale e sociale dal momento che, nella maggior parte dei casi, i bilanci di sostenibilità sono redatti secondo l’opzione *Core*, che richiede il rispetto di tutti i requisiti per la rendicontazione di almeno una informativa specifica; viceversa, qualora fossero redatti secondo l’opzione *Comprehensive*, il rispetto dei requisiti sarebbe richiesto per tutte le informative specifiche. In ogni caso, il GRI stabilisce che, per ciascuno dei temi materiali non coperto da uno degli standard previsti, vengano comunque rendicontate altre informative pertinenti al tema stesso.

Nell’ambito della Serie relativa ai requisiti per la rendicontazione degli aspetti economici (GRI 200), gli indicatori compresi tra il 207-1 e il 207-4 (Imposte) sono divulgati soltanto

da quattro società incluse nel campione oggetto di studio (Aeroporto di Bologna, Unieuro, Neodecortech e Nexi). Molto probabilmente ciò è dovuto al fatto che questi sono stati introdotti solo recentemente (nel 2019) e sono entrati in vigore dal 1° gennaio 2021, sebbene ne sia stato incentivato l'utilizzo anche ex ante. Lo stesso ragionamento può essere effettuato anche per gli standard GRI 303 (Acqua e scarichi idrici), in particolare 303-4 e 303-5, e GRI 403 (Salute e sicurezza sul lavoro), nello specifico dal 403-5 al 403-10, entrambi aggiornati nel 2018 ma effettivamente in vigore solo dal 1° gennaio 2021.

Tabella 4. Tasso di adozione medio delle Serie GRI 200, GRI 300, GRI 400

Indicatore GRI	GRI 200, GRI 300, GRI 400						
	Tasso di adozione medio (%)						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GRI 200	4,95%	4,33%	8,67%	12,07%	16,09%	21,05%	21,67%
GRI 300	6,09%	5,26%	12,00%	13,98%	17,11%	20,23%	20,56%
GRI 400	5,53%	4,87%	10,13%	12,89%	18,95%	23,03%	26,05%

Fonte: elaborazione personale sulla base dei bilanci di sostenibilità o documenti ad essi equivalenti pubblicati sui siti web delle società considerate

Da un'analisi complessiva, si evidenzia ancora una disuguaglianza in termini di standard rendicontati, la cui adozione è ancora poco diffusa, e un'eterogeneità anche a livello di divulgazione da parte delle imprese socialmente responsabili incluse nel campione.

5.6 Le variabili utilizzate per l'analisi multivariata

5.6.1 La variabile dipendente

La variabile dipendente del modello di regressione è il livello di *underpricing*, che è considerato come un costo opportunità sostenuto dalle società neo-quotate il primo giorno di negoziazione. In particolare, in questo elaborato, questa misura è stata determinata come il rapporto tra la differenza tra prezzo di chiusura del titolo sul mercato al termine del primo giorno di negoziazione e prezzo di offerta dell'emissione azionaria e il prezzo di offerta:

$$\text{underpricing} = \frac{\text{prezzo di chiusura} - \text{prezzo di offerta}}{\text{prezzo di offerta}} \quad (5.2)$$

La tabella sottostante descrive l'*underpricing* medio annuo delle società incluse nel campione: ciò che si nota è un alternarsi di periodi caratterizzati da rendimenti del primo giorno di quotazione più elevati ad altri in cui questi sono contenuti. Tali variazioni risentono dei cambiamenti nel contesto economico, tanto a livello globale quanto locale, che incidono inevitabilmente anche sui mercati azionari e sulle IPOs. In letteratura sono definiti "*hot new-issue periods*" quei periodi durante i quali un considerevole numero di imprese con elevato rischio sceglie di quotarsi, seguendo l'anomalo andamento positivo dei tassi di rendimento medio del primo mese, per cui la domanda da parte degli investitori supera significativamente l'offerta (Ibbotson et al., 1975).

Tabella 5. Campione di IPO per ogni anno e *underpricing* medio

anno di quotazione	n. IPO	<i>underpricing</i> medio
2015	18	1,93%
2016	11	2,50%
2017	21	7,38%
2018	23	5,53%
2019	34	15,46%
2020	22	18,67%

Fonte: elaborazione personale

5.6.2 Le variabili indipendenti di interesse

Per testare l'impatto che la divulgazione delle informazioni di carattere non finanziario ha sul livello di *underpricing* registrato in sede di IPO, che - come si è detto - costituisce la variabile dipendente del modello, si utilizzano le seguenti variabili: l'indice di *disclosure* (ID) GRI 102, ID GRI 103, ID GRI 200, ID GRI 300 e ID GRI 400, considerati come una *proxy* della quantità di informazioni divulgate dalle società, all'interno dei bilanci di sostenibilità, della DNF o di altri documenti aventi medesima natura.

Infatti, in questo elaborato, la misurazione della comunicazione della CSR da parte delle imprese avviene mediante la costruzione di indici di *disclosure* (ID), uno per ciascuna delle principali dimensioni previste dai GRI Standards, secondo la formula 5.1. Le diverse componenti dell'indice sono ottenute mediante un preliminare processo di *content*

analysis dei bilanci di sostenibilità, reperibili sui siti internet delle società considerate, come già presentato nel dettaglio nel paragrafo 5.5 del presente capitolo.

5.6.3 Le variabili indipendenti di controllo

Oltre alle variabili indipendenti di interesse, che comprendono tutte le dimensioni previste nell'ultima versione del *framework* pubblicata dal GRI, per costruire l'equazione di regressione sono state aggiunte le seguenti variabili definite di controllo. La scelta delle variabili da utilizzare è in linea con i precedenti lavori che hanno indagato la relazione tra la divulgazione non finanziaria e il livello di *underpricing*⁸⁶, seppur con alcune modifiche in relazione alla disponibilità delle informazioni e alla specificità dell'analisi condotta.

a. Anno di costituzione ed età delle società

La variabile "età dell'impresa" viene determinata come:

$$\ln age = \ln (\text{anno di quotazione} - \text{anno di costituzione} + 1) \quad (5.3)$$

Questa variabile è stata inserita nel modello di regressione in quanto, come sostenuto da Ritter (1984), essa può costituire una *proxy* per la difficoltà di valutare un'impresa e quindi dell'incertezza *ex ante* del suo reale valore. Per le società che sono presenti sul mercato da più tempo è più facile reperire informazioni in merito alla loro storia, alle performance passate e alla loro reputazione, il che si può tradurre in una riduzione dell'asimmetria informativa. Al contrario, Rock (1986) e Ritter e Welch (2002) hanno suggerito che un'incertezza *ex ante* maggiore circa la capacità di generazione di flussi di cassa futuri da parte della società è correlata all'IPO *underpricing* e in particolare comporterebbe un incremento della quantità di "*money left on the table*".

b. I proceeds

Il termine "*proceeds*" individua il capitale raccolto in sede di IPO. Nel modello di regressione si utilizza il logaritmo naturale di tale misura.

⁸⁶ In particolare, nella determinazione dell'equazione di regressione, si è preso spunto da quella definita nel paper "*How does the market perceive ESG in IPOs. Investigating how ESG factors affect IPO Underpricing in the U.S. market*" (Bui et al, 2020).

In letteratura, questa dimensione è stata utilizzata come una delle *proxy* dell'incertezza ex ante sul valore dell'impresa (Habib et al, 1998). Come si è più volte ribadito, ci si attende che, a fronte di una riduzione dell'incertezza ex ante riguardo al vero valore delle azioni, gli investitori siano in grado di valutare le IPOs e quindi sia associata a un minor livello di *underpricing* (Beatty et al., 1986).

c. La revisione del prezzo di offerta

Un'ulteriore variabile esplicativa utilizzata nel modello di regressione sotto riportato è l'*offer price revision* o revisione del prezzo di offerta. Questa grandezza viene calcolata come segue (Bui et al., 2020):

$$\text{offer price revision} = \frac{\text{prezzo di offerta} - \text{media del range di prezzo}}{\text{media del range di prezzo}} \quad (5.4)$$

dove la media del *range* di prezzo è così determinata:

$$\text{media del range di prezzo} = \frac{(\text{range_max} + \text{range_min})}{2} \quad (5.5)$$

cioè come media dell'estremo superiore e inferiore dell'intervallo di fissazione del prezzo, determinato in sede di *bookbuilding*. Anche queste due variabili sono state inserite nelle equazioni di regressione (5.8 e 5.9).

Benveniste e Spindt (1989) notano che il prezzo delle azioni subisce delle variazioni, dal momento del deposito del prospetto informativo alla data dell'offerta, che sono il risultato delle informazioni raccolte dagli investitori durante la fase precedente all'emissione. Il prezzo di offerta supera quello previsto nel caso in cui gli investitori informati divulgano le informazioni di cui dispongono in merito al valore dell'impresa. In caso contrario, cioè quando la domanda per i titoli è bassa, questo si traduce in una diminuzione del prezzo di offerta al di sotto del valore previsto. Pertanto, per evitare che il prezzo di offerta sia ridotto, è necessario incentivare gli investitori informati a rivelare quanto conoscono mediante lo strumento dell'*underpricing* (Hanley, 1993).

d. Anno di quotazione

All'interno del secondo modello di regressione (5.9) viene, infine, inclusa anche la variabile indipendente relativa all'anno di quotazione, avvenuta tra il 2015 e il 2020.

Inoltre, nella matrice di correlazione, è stata inserita una variabile *dummy* che assume valore 1 nel caso in cui la quotazione su Borsa Italiana sia avvenuta prima dell'entrata in vigore del D.Lgs. n. 254/2016, di cui si è discusso nel dettaglio nel corso del Capitolo II, e 0 se questa è avvenuta successivamente al 1° gennaio 2017. Si è scelta questa data in quanto tale disposto normativo costituisce il primo vero tentativo a livello italiano di trasferire il tema della RSI, dall'eterogeneo piano della volontarietà delle iniziative filantropiche, al piano degli obblighi cogenti, individuando un insieme di imprese che superano i limiti dimensionali, già analizzati nel dettaglio nel paragrafo 2.4, che sono tenute a predisporre la Dichiarazione di carattere non finanziario (DNF).

5.6.4 Le variabili *dummy*

Per poter inserire delle variabili di tipo qualitativo all'interno del modello di regressione, si utilizzano delle variabili *dummy*. Questa è una variabile di tipo dicotomico che assume solo due valori: 0 e 1.

a. Redazione del bilancio di sostenibilità

Nell'equazione del modello di regressione è stata introdotta una variabile *dummy* relativa al tema della divulgazione della responsabilità sociale o meno da parte delle società incluse nel campione considerato. In particolare, questa distingue tra società che predispongono un bilancio di sostenibilità o un documento ad esso equivalente e quelle che invece non effettuano alcuna attività di rendicontazione di carattere non finanziario. Tale variabile assume valore 1 nel primo caso, mentre nel secondo è pari a 0.

A colpo d'occhio, osservando la Tabella 11 in Appendice A, si nota che il bilancio di sostenibilità è ancora un documento poco diffuso tra le società quotate su Borsa Italiana in rapporto al totale delle IPO avvenute nell'intervallo di tempo considerato.

b. Presenza o assenza di fondi di *venture capital*

W. Megginson e K. Weiss (1991) suggeriscono che la presenza di fondi di *venture capital* nel capitale delle società che avviano un'IPO, solitamente poco conosciute, costituisca uno strumento di certificazione del valore dei titoli emessi ("*certification hypothesis*"). Tale

questione discende dalla presenza di asimmetrie informative in sede di nuova emissione, per cui i fondi di *venture capital*, in qualità di investitori in una società quotata, possono svolgere una funzione di certificazione del prezzo di emissione complementare a quella fornita dai revisori e dalle banche di investimento. Anche Barry et al. (1990) confermano questo ruolo di monitoraggio e certificazione che il mercato dei capitali riconosce ai fondi di *venture capital* attraverso un minor livello di *underpricing*.

Tuttavia, l'evidenza empirica a tal proposito è mista, infatti D. J. Bradley e D. Jordan (2002) dimostrano che le emissioni sostenute da fondi di *venture capital* sono maggiormente sottovalutate. La *ratio* risiede nel fatto che questi tendono a concentrarsi soprattutto su società che appartengono a settori rischiosi.

Dal momento che nel *dataset* fornito dalla Ch.ma Professoressa Gloria Gardenal le informazioni relative alla presenza o meno di fondi di *venture capital* non sono disponibili, questa variabile è stata creata sulla base dei prospetti informativi pubblicati dalle società incluse nel campione in sede di quotazione. È stata, dunque, condotta una *content analysis* di tali documenti, utilizzando come criterio di identificazione delle società *venture-backed* la presenza di alcune parole chiave⁸⁷. Queste sono: "fondi di *venture capital*", "*venture capital*", "*venture*". Se la società menziona almeno una volta una delle parole appena riportate si considera sostenuta da fondi di *venture capital*, in caso contrario non sarà/saranno presente/i fondi di *venture capital*. Trattandosi di una variabile *dummy*, nel primo caso, viene attribuito valore 1, mentre nel secondo assume valore pari a 0.

c. Anno di quotazione

Nella prima versione del modello di regressione (equazione 5.8) è stata introdotta una variabile *dummy* per ciascuno degli anni considerati per condurre le analisi, escludendo quella relativa all'anno 2020. Questo perché potrebbero sorgere problemi di multicollinearità con la conseguenza che le stime del modello risulterebbero meno accurate.

La *ratio* dell'introduzione di queste variabili *dummy* è legata alla volontà di individuare, nel corso dell'orizzonte temporale analizzato, la presenza di eventuali "*hot-issue period*",

⁸⁷ La metodologia utilizzata si rifà a quella presentata nel paper "*How does the market perceive ESG in IPOs. Investigating how ESG factors affect IPO Underpricing in the U.S. market*" (Bui et al, 2020)".

così come vengono definiti da Ibbotson et al. (1975): si tratta di periodi caratterizzati da un elevato numero di società considerate come rischiose che si quotano e quindi di emissioni che tendono ad essere fortemente sottovalutate (Ritter, 1984).

5.7 Test statistici e il modello di regressione

In questo paragrafo, si entra ancora di più nel vivo della parte empirica e, in particolare, si conduce una verifica d'ipotesi e il modello di regressione per l'*underpricing*, in due diverse formulazioni. Per effettuare tutte le analisi si è utilizzato il Software for Statistics and Data Science Stata nella versione 10.1⁸⁸.

5.7.1 Le statistiche descrittive

In primo luogo, prima di procedere con l'analisi empirica vera e propria, nella tabella sottostante si riassumono le statistiche descrittive per le principali variabili, dipendente e indipendenti, considerate per condurre l'analisi di regressione, relativamente all'intero campione di società. Nello specifico, vengono riportati il numero di osservazioni, la media, la deviazione standard, il valore massimo e il valore minimo assunto da ciascuna variabile.

Tabella 6. Riassunto delle statistiche descrittive

⁸⁸ Stata è un pacchetto software statistico, sviluppato da StataCorp utilizzato per la gestione, rappresentazione e analisi dei dati e largamente diffuso nell'ambito degli studi accademici. La versione utilizzata in questo elaborato è la 10.1, mentre la sua prima versione venne rilasciata nel 1985.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
underpricing	129	.099282	.20651	-1	0.99474
ID GRI 102	19	.4652256	.2947165	0	.982143
ID GRI 103	19	.3508772	.4644615	0	1
ID GRI 200	19	.2105263	.2059436	0	.705882
ID GRI 300	19	.2368421	.2217835	0	.9375
ID GRI 400	19	.2381579	.2299409	0	.775
ln(1+age)	129	2.650834	1.03211	0	4.98361
ln proceeds	128	2.402969	1.671674	-.916	8.121
prezzo di offerta	129	10.15744	45.31846	.72	500
prezzo di chiusura	129	10.60876	45.54092	0	498
range_max	126	10.54746	45.86209	0	500
range_min	126	10.09595	45.87567	0	500
offer price revision	123	-.028693	.0550605	-.254237	.065359

Fonte: tabella realizzata mediante l'ausilio del software Stata/SE 10.1

Si evidenzia che, con riferimento alle grandezze relative all'attività di *reporting* della sostenibilità, il numero di osservazioni è pari a 19 che corrisponde al numero di società, all'interno del campione totale, che predispongono il bilancio di sostenibilità o un altro documento avente la medesima finalità. Pertanto, si nota che il livello di *disclosure* non finanziaria da parte delle società quotate tra il 2015 e il 2020 è ancora limitato. Inoltre, per quanto concerne tali variabili, si evince che il valore medio risulta essere piuttosto distante dal valore massimo e ancora di più dal valore 1, che indicherebbe la *disclosure* totale di ciascuna delle dimensioni previste dalle linee guida GRI. Questo risultato però sembra essere coerente con i valori medi registrati da altri studi sulla medesima tematica (Venturelli et al., 2017; Loprevite et al., 2020)

In aggiunta, come ci si attendeva, la media dell'ID GRI 102 è maggiore della media degli altri indici di *disclosure*, dal momento che gli indicatori relativi alla dimensione dell'"informativa generale" risultano essere quelli più largamente divulgati. Di contro, si rileva una maggiore deviazione standard dell'indice di *disclosure* relativo alla dimensione GRI 103, che implica una variazione da società a società nelle quantità di informazioni rendicontate in merito alla gestione dei temi materiali.

Sempre nell'ambito delle analisi di tipo descrittivo, si definisce anche la matrice di correlazione con riferimento alle variabili oggetto di interesse, dove la correlazione esprime il legame eventualmente esistente tra due variabili. Il coefficiente di correlazione può assumere valori compresi tra -1 e +1 e indica la maggiore o minore predisposizione

di una variabile a modificarsi, rispettivamente, nella direzione opposta o nella medesima di quella considerata. Tanto più quest'ultimo è prossimo a 0, tanto più debole è la relazione lineare.

I risultati ottenuti, con riferimento alle variabili presentate in precedenza, sono riassunti nella tabella seguente:

Tabella 7. Matrice di correlazione

	anno quotazione	underp.	ln (1+age)	ln proceeds	ID GRI 102	ID GRI 103	ID GRI 200	ID GRI 300	ID GRI 400	report di sostenibilità_dumy	post dlgs 254/2016_dumy	VC_dumy	off. price rev.
anno quotazione	1,0000												
underpricing	0,2809 *	1,0000											
ln (1+age)	0,0679	0,1713	1,0000										
ln proceeds	-0,3058 *	-0,2032 *	0,1877 *	1,0000									
ID GRI 102	0,1043	-0,1295	0,1080	0,4161	1,0000								
ID GRI 103	0,2744	-0,0662	-0,1295	0,1782	0,5096 *	1,0000							
ID GRI 200	0,1857	-0,0202	0,3659	0,2616	0,8080 *	0,5970 *	1,0000						
ID GRI 300	-0,0269	-0,1291	0,2991	0,4491	0,7690 *	0,4181 *	0,8779 *	1,0000					
ID GRI 400	0,3201	0,0495	0,1770	0,1081	0,7285 *	0,5829 *	0,8733 *	0,7934 *	1,0000				
report di sostenibilità_dumy	0,0374	-0,0734	0,2767 *	0,3481 *	.	.	.	.	.	.	1,0000		
post dlgs 254/2016_dumy	-0,8131 *	-0,2037 *	-0,1329	0,2126 *	-0,4686 *	-0,3361	-0,4548	-0,2870	-0,4608 *	-0,0685	1,0000		
VC_dumy	-0,1374	-0,0933	-0,0497	-0,0278	.	.	.	.	.	.	.	1,0000	
offer price revision	-0,2072 *	-0,0014	-0,2445 *	-0,0704	-0,4112	-0,1933	-0,4935 *	-0,5096 *	-0,6482 *	-0,2656 *	0,1985 *	-0,0294	1,0000

Fonte: elaborazione personale realizzata mediante l'ausilio del software Stata/SE 10.1

Nella costruzione della matrice di correlazione, è stato inserito un * ogniqualvolta le correlazioni tra le variabili sono significative a un livello di confidenza del 5%.

Osservando la Tabella 7 è possibile notare che la correlazione tra alcune variabili indipendenti è abbastanza elevata. Per esempio, gli indici di *disclosure* costruiti sulla base delle informazioni divulgate secondo i GRI Standards risultano essere altamente correlati. Infatti, è possibile osservare delle correlazioni significative tra l'indice di *disclosure* GRI 102 e gli altri indici di *disclosure*, ottenuti mediante il processo di *content analysis* (ID GRI 103, ID GRI 200, ID GRI 300, ID GRI 400).

Inoltre, si ricava una correlazione negativa tra la variabile *dumy*, che individua l'entrata in vigore del D.Lgs. n. 254/2016, e l'indice di *disclosure* GRI 102 e GRI 400, rispettivamente al 46,86% e al 46,08%. Questa deve essere interpretata nel senso che, coerentemente con quanto ci si aspetterebbe e con quanto risulta dall'analisi della letteratura, la divulgazione di sostenibilità era più limitata antecedentemente all'efficacia del disposto normativo che

ha ampliato il novero di imprese assoggettate all'obbligo di rendicontazione non finanziaria.

È statisticamente significativa anche la correlazione tra la variabile *dummy* che indica la predisposizione o meno di un documento di carattere non finanziario e il logaritmo naturale dei *proceeds*, ovvero del capitale raccolto in sede di IPO. Questa relazione positiva può essere spiegata dal fatto che, essendo questa misura considerata in letteratura come una delle *proxy* dell'incertezza *ex ante* sul valore dell'impresa (Habib et al, 1998), ci si attende che la *non-financial disclosure*, andando a ridurla, sia associata a un maggior ammontare di *proceeds*. Inoltre, è possibile individuare una serie di correlazioni significative tra le variabili di controllo che verranno utilizzate per costruire l'equazione di regressione.

Infine, come si evince dalla tabella sopra riportata, data l'ipotesi di significatività al 5%, le correlazioni della variabile dipendente *underpricing* con le variabili indipendenti di interesse (indici di *disclosure* GRI) utilizzate non sono significative. Tuttavia, è statisticamente significativa la correlazione tra l'*underpricing* e il logaritmo naturale dei *proceeds*, tra l'*underpricing* e la variabile *dummy* "post dlgs 254/2016_dummy" e tra l'*underpricing* e la variabile "anno di quotazione". Nello specifico, con riferimento alla prima, i *proceeds* sono negativamente correlati all'*underpricing*, il che è da interpretarsi nel senso che all'aumentare delle dimensioni del capitale raccolto in sede di IPO si riduce la sottovalutazione delle azioni. Questo risultato è in linea con quanto ottenuto da Carter et al. (1998) che sostengono che proventi più elevati corrispondono a offerte di maggiori dimensioni e quindi non speculative. In questo modo, si riduce l'incertezza *ex ante* nella valutazione dell'impresa e quindi anche l'*underpricing*.

5.7.2 Il test statistico Kruskal-Wallis

Una volta analizzate le statistiche descrittive delle variabili considerate e studiate le eventuali correlazioni tra queste, si procede ora a condurre un test statistico. Nello specifico, si utilizza il metodo della verifica d'ipotesi e in particolare si effettua un test di Kruskal-Wallis⁸⁹ per confrontare la media dell'*underpricing* dei due sottogruppi di

⁸⁹ Il test è stato proposto nel 1952 da W. H. Kruskal e W. A. Wallis e presentato nell'articolo "Use of ranks in one-criterion variance analysis" e in quello del solo W. H. Kruskal "A nonparametric test for the several sample problem", sempre dello stesso anno.

società, con l'obiettivo di verificare l'ipotesi per cui il livello di *underpricing* delle società che redigono il bilancio di sostenibilità è statisticamente diverso rispetto a quello delle società che non lo predispongono:

H1: le società che redigono il bilancio di sostenibilità registrano un livello di *underpricing* ridotto rispetto a quelle che non lo predispongono.

Il fenomeno dell'*underpricing*, come si è ribadito più volte, è principalmente legato al *gap* informativo tra i manager e gli investitori. Perciò, dal momento che solo gli investitori informati sono in grado di discernere la qualità dell'IPO, la restante parte degli investitori meno informata può assumere un rischio di investimento più elevato. Ci si aspetta, quindi, che la portata della divulgazione della CSR possa influenzare l'*underpricing* di una nuova emissione; in particolare, si ritiene che un'IPO con un elevato livello di asimmetria informativa, che si ripercuote su un'incertezza valutativa, sia maggiormente sottoprezzata, in modo da compensare gli investitori non informati e il rischio da essi assunto. Di contro, la divulgazione della sostenibilità dovrebbe aumentare la trasparenza e la fiducia che tutte le parti interessate nutrono nei confronti dell'impresa, riducendo al minimo gli effetti delle asimmetrie informative.

Il test di Kruskal-Wallis è un test non parametrico che, in quanto tale, non richiede la normalità della distribuzione a differenza dei test parametrici. Inoltre, è consigliato utilizzare un test non parametrico qualora i campioni a confronto presentino una numerosità molto diversa, come nel caso oggetto di studio. Il test di Kruskal-Wallis converte tutte le osservazioni dei due sottogruppi di società individuati (società che rendicontano l'impegno in termini di responsabilità sociale d'impresa e società che, invece, non adottano alcuna forma di divulgazione non finanziaria) in ranghi.

Pertanto, si è scelto di condurre questa tipologia di test statistico in quanto, con riferimento ai dati di cui si dispone e che si utilizzano per le analisi empiriche, non è nota la normalità della distribuzione.

La tabella sottostante mostra la somma dei ranghi rispettivamente delle società che non predispongono il bilancio di sostenibilità, pari a 7240,50, e quella delle società che invece lo redigono, pari a 1144,50:

Tabella 8. Kruskal-Wallis test

Kruskal-Wallis equality-of-populations rank test

rep_sost	Obs	Rank Sum
0	110	7240.50
1	19	1144.50

chi-squared = 0.362 with 1 d.f.
probability = 0.5476

chi-squared with ties = 0.362 with 1 d.f.
probability = 0.5473

Fonte: elaborazione personale realizzata mediante l'ausilio del software Stata/SE 10.1

Come si può notare dalla tabella riassuntiva, la somma dei ranghi è molto maggiore per le società che non divulgano informazioni di carattere non finanziario. Questo sta a significare che l'*underpricing* sembra essere complessivamente maggiore per il primo gruppo di imprese, il che costituisce un sintomo dei limiti del processo di *pricing*, dal momento che il *gap* tra il prezzo di collocamento e il prezzo di chiusura è elevato. Questa affermazione risulta essere in linea con le aspettative.

Tuttavia, siccome la probabilità con cui è possibile affermare ciò è maggiore del livello di significatività fissato del 5%, le somme dei ranghi non sono statisticamente diverse tra loro. Pertanto, non si può sostenere che l'*underpricing* del gruppo di società che non predispone il bilancio di sostenibilità o un documento ad esso equivalente sia maggiore di quello del secondo gruppo di imprese. Quindi, il test non suggerisce che complessivamente l'*underpricing* della prima partizione sia maggiore del livello relativo alla seconda partizione e quindi l'ipotesi H1 non è confermata.

Il risultato ottenuto sembra essere coerente con la letteratura finora esistente sul tema, che non individua una differenza statisticamente significativa tra l'*underpricing* registrato dalle imprese che divulgano il proprio impegno in termini di responsabilità sociale d'impresa e quello delle società che non mettono in atto alcuna attività di rendicontazione di carattere non finanziario (Schrand et al., 2004; Too et al., 2015; Bollazzi et al., 2017; Goss, 2020).

Questa evidenza potrebbe essere giustificata dal piuttosto ridotto livello di *disclosure* sulla sostenibilità da parte delle società neo-quotate su Borsa Italiana, che non è ancora in grado di avere un impatto significativo sulla riduzione del *gap* informativo.

5.7.3 Modello di regressione lineare multipla

Lo strumento della regressione viene utilizzato per studiare la relazione tra una variabile di interesse e le sue variabili esplicative. Il modello di regressione utilizzato è quello dei minimi quadrati ordinari (OLS) che è definito come segue:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_{1i} + \dots + \beta_p X_{pi} + \varepsilon \quad i = 1, \dots, n \quad (5.6)$$

dove Y_i costituisce la variabile dipendente, X_{1i}, \dots le variabili indipendenti, α l'intercetta della retta di regressione, β_1, \dots i coefficienti delle variabili indipendenti ed ε è il termine di errore.

Per verificare la significatività della regressione è possibile fare riferimento al valore del *p-value*. Più basso è il valore del *p-value*, più statisticamente significativo è il risultato. Solitamente si considera un *p-value* $< 0,01$ come molto significativo, di contro, quando questo supera un valore di $0,10$ si ritiene che il regressore corrispondente non sia rilevante per la spiegazione della variabile dipendente.

Nelle regressioni multiple, oltre al *p-value*, si considera anche l' R^2 , o coefficiente di determinazione, ottenibile come segue:

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = 1 - \frac{RSS}{TSS} \quad (5.7)$$

dove TSS (*total sum of squares*) costituisce la somma totale dei quadrati degli scarti della variabile dipendente dalla media, ESS (*explained sum of squares*) la somma dei quadrati degli scarti dei valori teorici dalla media e RSS (*residual sum of squares*) rappresenta la somma dei quadrati non spiegata o la devianza residua.

Questo indicatore viene utilizzato come criterio per esprimere un giudizio sulla bontà di adattamento di un modello di regressione, dal momento che misura la frazione di variabilità di Y (*underpricing*) spiegata dalla regressione stessa e quindi fornisce informazioni sulla capacità dei regressori di specificare l'andamento della variabile dipendente. L'*R squared* può assumere valori compresi tra 0 e 1 e tanto più è prossimo all'unità, quanto più è possibile affermare che il modello lineare risulti adeguato.

Nel caso specifico, per verificare l'ipotesi di partenza, si utilizzano due diverse versioni del modello di regressione (OLS), a seconda delle variabili considerate nella sua definizione.

L'equazione della prima versione è la seguente:

$$\begin{aligned}
\text{underpricing}_i = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{offer price revision}_i + \beta_2 \cdot \text{range_max}_i \\
& + \beta_3 \cdot \text{range_min}_i + \beta_4 \cdot \text{prezzo di chiusura}_i \\
& + \beta_5 \cdot \text{prezzo di offerta}_i + \beta_6 \cdot \ln \text{proceeds}_i + \beta_7 \cdot \ln (1 + \text{age})_i \\
& + \beta_8 \cdot \text{presenza_VC}_i + \beta_9 \cdot \text{rep_sost}_i + \beta_{10} \cdot \text{dummy2015}_i \\
& + \beta_{11} \cdot \text{dummy2016}_i + \beta_{12} \cdot \text{dummy2017}_i + \beta_{13} \cdot \text{dummy2018}_i \\
& + \beta_{14} \cdot \text{dummy2019}_i + \varepsilon
\end{aligned} \tag{5.8}$$

la cui formulazione si rifà a quella definita nel paper “How does the market perceive ESG in IPOs. Investigating how ESG factors affect IPO Underpricing in the U.S. market”⁹⁰, effettuando però delle modifiche per quanto riguarda alcune delle variabili indipendenti utilizzate e le variabili *dummy* scelte.

Tabella 9. Modello di regressione lineare multipla per l’*underpricing*

Linear regression		Number of obs = 123				
		F (14,108) = 3.59				
		Prob > F = 0.0001				
		R-squared = 0.3579				
		Root MSE = .1727				
underpricing	Coef.	Std. Err.	Robust t	P>|t|	[95% Conf. Interval]	
rep_sost	-.0315001	.0493412	-0.64	0.525	-.129303	.0663027
offer price revision	.1030558	.4064758	0.25	0.800	-.7026497	.9087613
range_max	-.0152747	.0177318	-0.86	0.391	-.0504223	.0198728
range_min	.0195579	.0339655	0.58	0.566	-.0477676	.0868834
prezzo di chiusura	.0531334	.0285893	1.86	0.066	-.0035356	.1098023
prezzo di offerta	-.0574721	.0444661	-1.29	0.199	-.1456116	.0306673
ln proceeds	-.0059523	.0100883	-0.59	0.556	-.025949	.0140445
ln (1+age)	.0314377	.0176076	1.79	0.077	-.0034637	.066339
presenza_VC	-.0682863	.0436259	-1.57	0.120	-.1547604	.0181878
dummy2015	-.0578144	.0461967	-1.25	0.213	-.1493842	.0337554
dummy2016	-.1500182	.056569	-2.65	0.009	-.2621478	-.0378886
dummy2017	-.0922874	.0465746	-1.98	0.050	-.1846065	.0000316
dummy2018	-.0582072	.0507811	-1.15	0.254	-.1588642	.0424499
dummy2019	-.0012666	.0494188	-0.03	0.980	-.0992233	.0966901
_cons	.0726843	.0550734	1.32	0.190	-.0364808	.1818494

Fonte: elaborazione realizzata mediante l’ausilio del software Stata/SE 10.1

⁹⁰ Bui, T. M. A., Frongillo, A. (2020), “How does the market perceive ESG in IPOs. Investigating how ESG factors affect IPO Underpricing in the U.S. market”, Umeå University.

La tabella appena riportata riassume i risultati del modello di regressione per l'*underpricing*. Analizzando la significatività dei coefficienti della regressione, si evince che la variabile *dummy* relativa all'anno di quotazione 2016 e quella relativa all'anno 2017 sono statisticamente significative a un livello del 5%. Inoltre, sono statisticamente significative a un livello di confidenza del 10% anche la variabile di controllo "ln (1+age)", che esprime l'età delle società incluse nel campione, e la variabile "prezzo di chiusura".

Tali variabili mostrano un forte potere esplicativo della variabile dipendente.

Per quanto concerne la variabile ln (1+age), si individua una relazione debolmente positiva che suggerisce che le società più "vecchie" hanno un livello di *underpricing* più elevato. Questo risultato è in contrasto con gli studi di Ritter (1984) e Loughran et al. (2004) che sostengono che la presenza di un'impresa sul mercato da più tempo contribuisca ad attenuare l'incertezza ex ante degli investitori, in quanto essa viene percepita come più solida e meno rischiosa, e quindi anche il livello di *underpricing* si riduce.

Inoltre, coerentemente con quanto ci si attende, la variabile di controllo che indica il prezzo del titolo sul mercato alla chiusura del primo giorno di negoziazione mostra una relazione positiva (in quanto il coefficiente β_4 della regressione ha segno positivo) con l'*underpricing*. Questo risultato è da interpretare nel senso che all'aumentare del prezzo di chiusura cresce anche l'*underpricing*, in linea con la formula 5.2 attraverso cui quest'ultimo viene calcolato.

Nel modello di regressione, inoltre, è stata introdotta anche una variabile *dummy* per ogni anno dell'intervallo di tempo considerato, ad eccezione dell'anno 2020 che non è stato inserito per evitare problemi di multicollinearità e per evitare un'eccessiva disparità in termini di numero di anni presi in esame precedentemente e successivamente all'entrata in vigore del D.Lgs. n. 254/2016. Queste variabili sono state introdotte per osservare l'esistenza dei cosiddetti "*hot issue periods*" all'interno dell'orizzonte temporale di riferimento. Ciò che si ottiene dalla regressione è che soltanto le variabili *dummy* relative all'anno 2016 e 2017 sono statisticamente significative ed entrambe presentano una relazione inversa (in quanto i due coefficienti della regressione hanno segno negativo) con la variabile dipendente (*underpricing*). Inoltre, si ricava che l'anno 2016 sembra essere un "*cold period*", in cui il livello di *underpricing* registrato risulta essere uno dei più contenuti così come il numero di IPO avvenute in quest'anno.

Osservando il coefficiente della regressione relativo alla variabile *dummy* “rep_sost” si nota che questo ha segno negativo, il che indica una relazione inversa tra la variabile *underpricing* e la variabile *dummy* stessa. Questo risultato è da interpretare nel senso che le società che non predispongono un documento di carattere non finanziario registrano un livello di *underpricing* maggiore rispetto alle società che invece lo redigono. Tuttavia, sebbene il segno del coefficiente β_9 della regressione fornisca delle informazioni in linea con ciò che ci si aspetterebbe analizzando la letteratura in materia (Rock, 1986), osservando il *p-value* corrispondente si evince che però questo risultato non è statisticamente significativo, in quanto è pari a 0,525 e quindi maggiore del livello di significatività posto allo 0,05. Questa affermazione può essere giustificata dal fatto che gli investitori potrebbero non percepire la riduzione dell’incertezza ex ante, a fronte della predisposizione di un documento all’interno del quale la società divulga le proprie performance economiche, ambientali e sociali, e pertanto il mercato potrebbe non premiare le imprese socialmente responsabili. Nonostante ciò, quanto ottenuto sembra comunque suggerire che la rendicontazione ambientale e sociale abbia il potenziale per ridurre il livello di *underpricing* in sede di IPO.

Si conduce adesso una seconda regressione introducendo alcune modifiche rispetto al modello specificato nell’equazione 5.8. La principale novità consiste nel restringere il campione di analisi focalizzandosi solo sulle società che redigono il bilancio di sostenibilità o un documento ad esso equivalente (*rep_sost* = 1). Tale modello di regressione è definito con lo scopo di studiare se i singoli indicatori GRI, costruiti mediante il processo di *content analysis* descritto in precedenza, impattino sul livello di *underpricing* registrato. Inoltre, la variabile *dummy* “rep_sost”, variabile *dummy* che indica la redazione o meno del bilancio di sostenibilità da parte della società considerata, viene sostituita dai singoli indicatori GRI, uno per ciascuna delle cinque dimensioni principali. L’equazione della regressione è la seguente:

$$\begin{aligned}
 \text{underpricing}_i = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{ID_GRI 102}_i + \beta_2 \cdot \text{ID_GRI 103}_i + \beta_3 \cdot \text{ID_GRI 200}_i \\
 & + \beta_4 \cdot \text{ID_GRI 300}_i + \beta_5 \cdot \text{ID_GRI 400}_i + \beta_6 \cdot \text{offer price revision}_i \\
 & + \beta_7 \cdot \text{range_max}_i + \beta_8 \cdot \text{range_min}_i + \beta_9 \cdot \text{prezzo di chiusura}_i \\
 & + \beta_{10} \cdot \text{prezzo di offerta}_i + \beta_{11} \cdot \ln \text{proceeds}_i + \beta_{12} \cdot \ln(1 + \text{age})_i \\
 & + \beta_{13} \cdot \text{anno di quotazione}_i + \beta_{14} \cdot \text{anno di costituzione}_i + \varepsilon \quad (5.9)
 \end{aligned}$$

Ciò che si ottiene da questo secondo modello è riassunto nella tabella sottostante:

Tabella 10. Modello di regressione per l'*underpricing* con suddivisione delle società in due sottogruppi

-> rep_sost = 0 no observations						
-> rep_sost = 1						
Linear regression				Number of obs = 19 F(14,4) = 13.04 Prob > F = 0.0118 R-squared = 0.8991 Root MSE = .10054		
underpricing	Coef.	Std. Err.	Robust t	P>|t|	[95% Conf. Interval]	
ID_GRI 102	.0076539	.145317	0.05	0.961	-.3958108	.4111185
ID_GRI 103	-.1456927	.1366578	-1.07	0.346	-.5251157	.2337304
ID_GRI 200	-.1533831	.6715494	-0.23	0.831	-2.017903	1.711137
ID_GRI 300	.0906405	.4972076	0.18	0.864	-1.289829	1.47111
ID_GRI 400	.2020195	.2980132	0.68	0.535	-.6253979	1.029437
offer price						
revision	.0974029	1.423596	0.07	0.949	-3.855133	4.049939
range_max	-.0371398	.0929234	-0.40	0.710	-.2951367	.220857
range_min	.1476263	.1624854	0.91	0.415	-.3035055	.5987581
prezzo di						
chiusura	.3009392	.0854858	3.52	0.024	.0635925	.5382858
prezzo di						
offerta	-.4353161	.203507	-2.14	0.099	-1.000342	.12971
ln proceeds	.0263489	.0397767	0.66	0.544	-.084089	.1367868
ln(1+age)	-.1776416	.1135304	-1.56	0.193	-.4928525	.1375693
anno di						
costituzione	-.0030398	.003215	-0.95	0.398	-.011966	.0058864
anno di						
quotazione	.0347714	.0316224	1.10	0.333	-.0530265	.1225692
cons	-63.49597	59.88623	-1.06	0.349	-229.7668	102.7749

Fonte: elaborazione realizzata mediante l'ausilio del software Stata/SE 10.1

Per quanto riguarda il gruppo di imprese socialmente responsabili, dalla regressione si ricava che gli indici di *disclosure* relativi alle cinque dimensioni principali individuate dal Global Reporting Initiative non sono statisticamente significativi. Il basso livello di significatività dei coefficienti calcolati nell'analisi empirica è probabilmente imputabile al ridotto numero di osservazioni campionarie e quindi al numero ancora piuttosto limitato di società neo-quotate che divulgano il proprio impegno relativamente alle tematiche ambientali e sociali.

In generale, però, i risultati ottenuti non sono discordanti rispetto a quelli ottenuti in letteratura da altri autori (Bollazzi et. al, 2017; Goss, 2020) che sostengono che il mercato non sembri ancora premiare le IPO effettuate da imprese sostenibili. Infatti, queste non beneficiano di un livello di *underpricing* minore che, invece, potrebbe essere interpretato come un premio o un riconoscimento che il mercato attribuisce alle imprese socialmente responsabili.

Analogamente al primo modello di regressione costruito, in questa seconda versione è ancora statisticamente significativo il prezzo del titolo sul mercato alla chiusura del primo giorno di negoziazione a cui si aggiunge anche il prezzo di offerta, che impattano sul livello di *underpricing*. In particolare, con riferimento alla prima variabile si individua una relazione positiva, mentre, con riferimento alla seconda, il coefficiente della regressione β_{10} ha segno negativo. Questo, coerentemente con quanto ci si attende, indica che il livello di *underpricing* cresce all'aumentare del prezzo di chiusura, mentre si riduce man mano che il prezzo di offerta aumenta.

Analizzando invece l' R^2 della regressione, espressione della bontà di adattamento del modello stesso, si ottiene che tale valore è prossimo a 1 e dunque il modello specificato è in grado di spiegare l'89,91% della variabilità della variabile dipendente (*underpricing*).

5.8 Risultati ottenuti

Questo studio è il risultato della combinazione di due macro-argomenti: l'*underpricing*, ampiamente studiato nell'ambito della finanza aziendale, e la responsabilità sociale d'impresa (CSR) e gli strumenti di divulgazione non-finanziaria, che è invece un tema nuovo e sempre più centrale in letteratura.

Il campione di società considerato mostra che soltanto 19 società su un totale di 129 IPO, avvenute tra il 2015 e il 2020, redigono un bilancio di sostenibilità o un documento ad esso equivalente.

Le variabili chiave utilizzate sono gli indici di *disclosure* GRI, costruiti sulla base del numero di dimensioni, relative a ciascuna categoria del *framework* GRI, divulgate dalle società considerate. Queste però risultano essere non statisticamente significative, coerentemente con quanto emerso in altri *paper* che hanno affrontato questo tema (Schrand et al., 2004; Too et al., 2015; Bollazzi et al., 2017). Come si è già ipotizzato, tale ridotto livello di significatività dei coefficienti calcolati nell'analisi empirica è

probabilmente dovuto al limitato numero di osservazioni campionarie, cioè al ridotto numero di società quotate che divulgano informazioni relative alle tematiche ambientali e sociali.

Dunque, ciò che si ottiene è che la *disclosure* di informazioni di carattere non finanziario non è sufficientemente significativa, tanto da ridurre il divario informativo tra le società e i potenziali investitori. Pertanto, in altri termini, la comunicazione della sostenibilità in sede di quotazione non sembra essere ancora sufficiente al fine di ridurre il costo per un'impresa di *going public* e sembra essere ancora preminente il ruolo della divulgazione di informazioni di natura finanziaria. La *ratio* di questo risultato potrebbe essere legata anche a una cultura della sostenibilità ancora poco diffusa per consentire di strutturare un processo di *social accounting*. Michelin et al. (2015) e Hąbek (2017), infatti, sostengono che la divulgazione della CSR difetti, allo stato attuale, della pertinenza, della credibilità e della completezza delle informazioni riportate. Loprevite et al. (2020), inoltre, suggeriscono che lo sviluppo di pratiche di rendicontazione efficaci potrebbe costituire un *driver* essenziale nella spinta verso la codificazione e la standardizzazione degli indicatori di performance non finanziaria, sulla scia di quanto già iniziato dal Global Reporting Initiative.

Tuttavia, nonostante questo risultato, è possibile comunque cogliere dei segnali positivi che muovono nella direzione di una futura adozione più massiccia della rendicontazione sociale e ambientale e di un suo possibile effetto sulla riduzione del livello di *underpricing*, un'anomalia tipica del primo giorno di negoziazione. Infatti, come dimostrato da Nofsinger et al. (2019), gli investitori preferiscono detenere azioni di società con elevate prestazioni in ambito di *Corporate Social Responsibility*, in modo da proteggersi da eventuali effetti economici negativi che potrebbero derivare da azioni legali, da boicottaggi dei consumatori e dall'interruzione della produzione.

5.9 Limiti della ricerca

Con questo elaborato ci si propone di contribuire a un aspetto specifico dell'ampio dibattito in corso, soprattutto negli ultimi anni, legato alla sostenibilità: quello del potenziale rapporto tra informativa di carattere non finanziario nei documenti pubblicati dalle società di nuova quotazione e il livello dell'*underpricing*, come espressione della

riduzione delle asimmetrie informative esistenti e dell'incertezza *ex ante* circa il valore dei titoli, al momento di un'operazione di IPO.

Tuttavia, è necessario mettere in luce, a conclusione dell'analisi, anche le criticità che si sono riscontrate e i principali limiti della presente ricerca. Questi possono essere ricondotti essenzialmente a due ordini di problematiche:

- la numerosità del campione comprendente le società che redigono il bilancio di sostenibilità/la DNF/l'*annual report* è limitata. Tuttavia, non è del tutto trascurabile il fatto che l'approccio metodologico della *content analysis* richieda uno studio dettagliato di tali report che potrebbe perdere di accuratezza laddove la dimensione del campione fosse eccessivamente grande;
- per quanto concerne la *content analysis* dei bilanci di sostenibilità, è probabile che il risultato ottenuto sia espressione del livello di divulgazione delle informazioni di carattere non finanziario, piuttosto che delle effettive caratteristiche in termini di CSR di un'impresa. Questa criticità deriva dal fatto che non esiste ancora un sistema di *rating* largamente diffuso e convenzionale. Si ritiene comunque opportuno puntualizzare che molti studi hanno registrato una relazione positiva tra le performance in materia di CSR e la loro divulgazione volontaria (Herbohn et al., 2014; Hummel et al., 2016).

Ad ogni modo, nonostante i limiti appena evidenziati, si ritiene indubbia oramai la centralità dell'attività della rendicontazione non finanziaria e pertanto si sostiene che ampliando la ricerca e aumentando il numero di imprese considerate e il numero di documenti analizzabili, si potrebbero ottenere risultati maggiormente significativi dal punto di vista statistico. Questa considerazione è supportata dalla rapida diffusione che la tematica della sostenibilità e della responsabilità sociale d'impresa sta progressivamente registrando, anche a fronte di una crescente attenzione rivolta dagli investitori verso tali questioni.

CONCLUSIONI

Nonostante il concetto di responsabilità sociale d'impresa, così come è stato definito nel corso del presente elaborato, abbia fondato, in Italia, le sue radici all'interno della Costituzione del 1948, è più recente la diffusione della consapevolezza da parte delle imprese e degli investitori della materialità delle tematiche ambientali e sociali. Gli investitori, in particolare, tendono a valutare le società non più soltanto sulla base dei rendimenti e delle possibilità di crescita future, ma anche in termini di prestazioni socio-ambientali, il che si è tradotto in una proliferazione di processi orientati verso un paradigma sostenibile. Tale affermazione richiede un cambiamento nella mentalità che si è verificato soprattutto negli ultimi anni e che ha aperto le porte all'integrazione degli imperativi aziendali con quelli a livello della collettività, per cui il valore di un'impresa non è più solo determinato in funzione dei risultati economici conseguiti, ma è anche espressione dell'impegno profuso dalla stessa a livello ambientale e sociale.

Questo nuovo approccio ha messo in crisi i tradizionali obiettivi aziendali orientati esclusivamente alla massimizzazione del profitto, che devono essere necessariamente integrati e affiancati al successo dal punto di vista ambientale e sociale, a fronte di un contesto modificato, in cui le interdipendenze tra le imprese sono sempre più forti e i confini geografici tra Stati sempre più labili. Pertanto, le organizzazioni stanno rispondendo in maniera attiva alle rinnovate aspettative del mercato, anche a seguito dei numerosi scandali che si erano registrati in passato a causa di una sconsiderata tendenza alla massimizzazione del profitto, a scapito della creazione di valore sociale.

Alla luce di queste premesse, il presente elaborato analizza il tema della responsabilità sociale d'impresa e in particolare si focalizza sull'attività di rendicontazione della sostenibilità e sulle diverse tipologie di documenti utilizzabili. Tale tema è stato fatto poi dialogare con quello relativo al processo di *Initial Public Offering* (IPO) e, nello specifico, con il fenomeno dell'*underpricing*, che si registra il primo giorno di quotazione. Infatti, ci si è chiesti se la *disclosure* di carattere non finanziario contribuisce a ridurre tale grandezza, in quanto strumento per mitigare l'incertezza ex ante circa il vero valore dell'impresa e delle sue azioni. E ancora, si è voluto approfondire l'analisi esaminando nel dettaglio il contenuto dei bilanci di sostenibilità/Dichiarazioni di carattere non finanziario (DNF)/*annual report*, mediante il procedimento di *content analysis*, con lo scopo di

individuare gli indicatori maggiormente divulgati e se ciascuno di essi, considerato singolarmente, avesse un impatto significativo sul livello di *underpricing*.

Pertanto, il focus di questo progetto di ricerca è sull'esito dell'IPO in funzione della comunicazione della responsabilità sociale d'impresa, valutando se il mercato e gli investitori premiano o meno la divulgazione di informazioni legate alla dimensione ambientale e sociale, oltre che economica. Dunque, sono state analizzate congiuntamente tre macro-tematiche: la *Corporate Social Responsibility* (CSR), la divulgazione di carattere non finanziario e l'IPO. Questa relazione è stata esplorata adottando una prospettiva multi-teorica, utilizzando la teoria degli *stakeholder*, quella della legittimità e quella della maledizione del vincitore ("*winner's curse*").

Fissati questi obiettivi, si sono presentati i fondamenti teorici necessari a definire il concetto di CSR e i documenti utilizzati per la divulgazione dell'impegno societario in questo senso. Sempre nella prima parte dell'elaborato, sono state analizzate nel dettaglio le linee guida per la rendicontazione proposte dal Global Reporting Initiative, che costituiscono un punto di riferimento nell'ambito della *non-financial disclosure*, riconosciute a livello globale. Ancora, al fine di contestualizzare tale nuova tendenza, si è presentato il quadro normativo di riferimento europeo ed italiano, focalizzandosi sul D.Lgs. n. 254/2016, che costituisce sicuramente la svolta nella disciplina della divulgazione non finanziaria in Italia.

Dopo ciò, si è approfondita un'altra macro-tematica ovvero il processo di quotazione e in particolare il fenomeno dell'*underpricing*, sempre con il fine di fornire un quadro generale che consentisse di cogliere le interconnessioni tra i temi cardine di questo elaborato. In particolare, nel terzo capitolo, sono state ripercorse le fasi dell'iter che portano una società alla negoziazione dei propri titoli sul mercato dei capitali, mettendo in luce le determinanti di tale scelta ed evidenziandone costi e benefici connessi. Nel quarto capitolo, si è messa a fuoco la questione dell'*underpricing*, partendo dall'assunto che una maggior trasparenza e una riduzione delle asimmetrie informative può incrementare il successo di un'IPO.

Infine, nella costruzione del *dataset* per condurre le analisi empiriche nell'ultimo capitolo dell'elaborato, si è scelto il contesto italiano e in particolare sono state selezionate tutte le IPO avvenute su Borsa Italiana tra il 2015 e il 2020 che risultano essere pari a 129 società, eliminando le "*Other Admission*" e le società che successivamente hanno lasciato il mercato dei capitali a seguito del *delisting*. Tra queste si sono poi individuate le società

che divulgano la sostenibilità mediante uno dei documenti sopra citati e si è condotto il processo di analisi del loro contenuto, al fine di costruire un indice di *disclosure* quantitativo per ciascuna delle dimensioni individuate dal Global Reporting Initiative (GRI). Infatti, questo studio si aggiunge alla letteratura esistente che utilizza la metodologia della *content analysis* per la determinazione di un indice di *disclosure* che sia una *proxy* dell'attività di divulgazione non finanziaria delle società considerate.

Dalle analisi condotte mediante la definizione di un modello di regressione lineare multipla per l'*underpricing*, si ricava che la divulgazione di informazioni di carattere non finanziario non sia ancora sufficientemente significativa tanto da ridurre il divario informativo tra le società e i potenziali investitori, risultato in linea con quanto ottenuto da altri lavori disponibili in letteratura che, in contesti e intervalli temporali diversi, hanno analizzato tale relazione. Infatti, dal campione di società selezionato è risultato che soltanto 19 su 129 società quotate redigono un bilancio di sostenibilità o un altro documento ad esso equivalente.

È quindi evidente che in Italia siano ancora molti i passi che devono essere compiuti al fine di diffondere una cultura della responsabilità sociale e l'integrazione della stessa nelle strategie aziendali. Infatti, nonostante l'obbligo introdotto con il D.Lgs. n. 254/2016 di redigere la Dichiarazione di carattere non finanziario (DNF) per alcune società che superano i requisiti dimensionali fissati dal legislatore, è ancora piuttosto limitato il numero delle imprese assoggettate a questa disposizione di legge. Ne discende, dunque, che allo stato attuale, l'attività di divulgazione della sostenibilità sia rimessa ancora in maniera significativa all'iniziativa volontaria della singola società.

Infatti, sebbene tale disposto normativo rappresenti indubbiamente un passo avanti nella regolamentazione della rendicontazione non finanziaria, è necessario che la stessa sia accompagnata dalla diffusione di una nuova consapevolezza che vada oltre gli obblighi normativi e che diventi il *driver* delle scelte di adozione e rendicontazione di pratiche socialmente responsabili, essenziali per promuovere uno sviluppo aziendale nel lungo termine che, allo stesso tempo, massimizzi il benessere di tutti gli *stakeholder*.

Ad ogni modo, ad oggi, è ormai ampiamente riconosciuta l'importanza della divulgazione delle informazioni di natura non finanziaria e la rilevanza che queste assumono nei processi di valutazione delle società. Si ritiene pertanto che le linee guida proposte dal Global Reporting Initiative possano contribuire a definire un "campo di gioco" comune

per consentire alle imprese di essere valutate secondo uno standard accettato a livello globale.

Infatti, nonostante l'ancora ridotta attività di divulgazione ambientale e sociale, emerge una tendenza e un orientamento sempre crescente verso l'adozione di standard di rendicontazione della sostenibilità e verso l'implementazione di pratiche socialmente responsabili.

APPENDICE A – COMPOSIZIONE DEL CAMPIONE DI SOCIETÀ OGGETTO DI STUDIO

Tutti i bilanci di sostenibilità, le Dichiarazioni di carattere non finanziario e i report annuali analizzati sono stati scaricati dai siti web della società, che sono indicati nella tabella seguente.

Le società in grassetto sono quelle che predispongono il bilancio di sostenibilità o un documento ad esso equivalente.

Tabella 11. Composizione del campione di società oggetto di studio

	SOCIETÀ	SETTORE	DATA IPO	MERCATO	SITO WEB
1	ITALIAN WINE BRANDS	Alimentare	29/01/2015	AIM Italia	www.italianwinebrands.it
2	BANZAI	Ecommerce	16/02/2015	MTA	www.mondadori.it/banzai_media
3	OVS	Retail	03/03/2015	MTA	www.ovscorporate.it
4	DIGITOUCH	Media	16/03/2015	AIM Italia	tech-innovation.gruppodigitouch.it
5	CLABO	Industria	31/03/2015	AIM Italia	www.clabo.it
6	ELETTRA INVESTIMENTI	Energia	21/04/2015	AIM Italia	www.elettrainvestimenti.it
7	COVER 50	Moda e Lusso	13/05/2015	AIM Italia	www.cover50.it
8	INWIT	Telecomunicazioni	22/06/2015	MTA	www.inwit.it
9	MASI AGRICOLA	Alimentare	30/06/2015	AIM Italia	www.masi.it
10	AEROPORTO DI BOLOGNA	Trasporti	14/07/2015	MTA	www.bologna-airport.it
11	ASSITECA	Finanza	27/07/2015	AIM Italia	www.assiteca.it
12	PITECO	Software & ICT	31/07/2015	AIM Italia	www.pitecolab.it
13	GIGLIO GROUP	Ecommerce	07/08/2015	AIM Italia	www.giglio.org
14	POSTE ITALIANE	Trasporti, shipping e logistica	27/10/2015	MTA	www.poste.it
15	H-FARM	Finanza	13/11/2015	AIM Italia	www.h-farm.com/it
16	GAMBERO ROSSO	Media	23/11/2015	AIM Italia	www.gamberorosso.it
17	OPENJOMETIS	Altri servizi	03/12/2015	MTA	www.openjob.it
18	BLUE FINANCIAL COMMUNICATION	Media	11/12/2015	AIM Italia	bfcmedia.com
19	ENERGICA MOTOR COMPANY	Industria	29/01/2016	AIM Italia	www.energicamotor.com/it
20	SITI – B&T GROUP	Industria	31/03/2016	AIM Italia	www.sitibt.com
21	ABITARE IN	Finanza	08/04/2016	AIM Italia	www.abitareinspa.com
22	TECHNOGYM	Leisure	03/05/2016	MTA	www.technogym.com
23	COIMA RES	Finanza	13/05/2016	MTA	www.coima.com
24	ENAV	Aeronautica	26/07/2016	MTA	www.enav.it
25	DOMINION HOSTING HOLDING	Tecnologia	27/07/2016	AIM Italia	www.dhh.international
26	SOLUTION CAPITAL MANAGEMENT SIM	Finanza	28/07/2016	AIM Italia	scmsim.it
27	VETRYA	Media	29/07/2016	AIM Italia	www.etrya.com/it
28	4AIM SICAF	Finanza	29/07/2016	AIM Italia	www.4aim.it

29	FOPE	Moda e Lusso	30/11/2016	AIM Italia	www.fope.com
30	HEALTH ITALIA	Healthcare	09/02/2017	AIM Italia	www.healthitalia.it
31	TELESIA	Media	20/02/2017	AIM Italia	telesia.it
32	TECHNICAL PUBLICATIONS SERVICE SPA	Servizi	28/03/2017	AIM Italia	www.tipliesse.com
33	UNIEURO	Retail	04/04/2017	MTA	unieurospa.com/it
34	BANCA FARMAFACTURING	Finanza	07/04/2017	MTA	it.bff.com/it/home
35	INDEL B	Tecnologia	19/05/2017	MTA	www.indelb.it
36	WIIT	Software & ICT	05/06/2017	AIM Italia	www.wiit.cloud
37	FINLOGIC	Altri servizi	09/06/2017	AIM Italia	www.finlogicgroup.it
38	DIGITAL360	Media	13/06/2017	AIM Italia	www.digital360.it
39	DOBANK	Finanza	14/07/2017	MTA	www.dovalue.it
40	CULTI MILANO	Industria	17/07/2017	AIM Italia	www.culti.com
41	PHARMANUTRA	Healthcare	18/07/2017	AIM Italia	www.pharmanutra.it
42	ALFIO BARDOLLA TG	Servizi	28/07/2017	AIM Italia	alfiobardolla.com
43	NEODECORTECH	Interior Design	26/09/2017	AIM Italia	www.neodecortech.it
44	PIRELLI & C.	Industria	04/10/2017	MTA	www.pirelli.com
45	PORTALE SARDEGNA	Servizi	16/11/2017	AIM Italia	www.portalesardegna.com
46	EQUITA GROUP	Finanza	23/11/2017	AIM Italia	www.equita.eu
47	ALKEMY	Ecommerce	05/12/2017	AIM Italia	www.alkemy.com
48	DBA GROUP	Servizi	14/12/2017	AIM Italia	www.dbagroup.it
49	GEL	Industria	20/12/2017	AIM Italia	www.gel.it
50	ILLA	Industria	22/12/2017	AIM Italia	illa.it
51	KOLINPHARMA	Healthcare	09/03/2018	AIM Italia	www.kolinpharma.com
52	FERVI	Industria	27/03/2018	AIM Italia	www.fervi.com
53	NB AURORA	Finanza	04/05/2018	MIV	www.nbaurora.com
54	SOMEC	Industria	14/05/2018	AIM Italia	www.somecgroup.com
55	GRIFAL	Industria	01/06/2018	AIM Italia	www.grifal.it
56	CAREL INDUSTRIES	Tecnologia	11/06/2018	MTA	www.carel.com
57	LONGINO & CARDENAL	Alimentare	04/07/2018	AIM Italia	www.longino.it
58	ESAUTOMOTION	Tecnologia	06/07/2018	AIM Italia	www.esautomotion.com
59	ASKOLL EVA	Industria	11/07/2018	AIM Italia	www.askollelectric.com
60	MONNALISA	Moda e Lusso	12/07/2018	AIM Italia	monnalisa.eu
61	PORTOBELLO	Media	13/07/2018	AIM Italia	portobello-club.com
62	INTRED	Telecomunicazioni	18/07/2018	AIM Italia	www.intred.it
63	SG COMPANY	Tecnologia	26/07/2018	AIM Italia	www.sg-company.it
64	SOSTRAVEL.COM	Servizi	01/08/2018	AIM Italia	www.sostravel.com
65	VIMI FASTENERS	Industria	02/08/2018	AIM Italia	www.vimifasteners.com
66	SCIUKER FRAMES	Industria	03/08/2018	AIM Italia	www.sciuker.it
67	RENERGETICA	Energia	09/08/2018	AIM Italia	www.renergetica.com
68	PIOVAN	Industria	19/10/2018	MTA	www.piovan.com
69	CIRCLE	Tecnologia	26/10/2018	AIM Italia	www.circletouch.eu
70	DIGITAL VALUE	Software & ICT	08/11/2018	AIM Italia	www.digitalvalue.it
71	GAROFALO HEALTH CARE	Healthcare	09/11/2018	MTA	www.garofalohealthcare.com/
72	EDILIZIACROBATICA	Servizi	19/11/2018	AIM Italia	ediliziacrobatica.com
73	POWERSOFT	Tecnologia	17/12/2018	AIM Italia	www.powersoft.com
74	I.L.P.R.A.	Industria	15/02/2019	AIM Italia	www.ilpra.com
75	NEOSPERIENCE	Tecnologia	20/02/2019	AIM Italia	www.neosperience.com
76	MAPS	Tecnologia	07/03/2019	AIM Italia	mapsgroup.it
77	SOCIETÀ EDITORIALE IL FATTO	Media	14/03/2019	AIM Italia	www.ilfattoquotidiano.it
78	CROWDFUNDME	Finanza	25/03/2019	AIM Italia	www.crowdfundme.it
79	NEXI	Tecnologia	16/04/2019	MTA	www.nexi.it
80	AMM	Tecnologia	30/04/2019	AIM Italia	www.ammadv.it
81	SIRIO	Servizi	10/06/2019	AIM Italia	siriospa.it
82	ELES SEMICONDUCTOR EQUIPMENT SPA	Tecnologia	19/06/2019	AIM Italia	www.eles.com

83	ITALIAN EXHIBITION GROUP	Advertising	19/06/2019	MTA	www.iegexpo.it/it/
84	GIBUS	Outdoor Design	20/06/2019	AIM Italia	www.gibus.com/it
85	OFFICINA STELLARE	Industria	26/06/2019	AIM Italia	www.officinastellare.com
86	RELATECH	Tecnologia	28/06/2019	AIM Italia	www.relatech.com
87	MARZOCCHI POMPE	Industria	16/07/2019	AIM Italia	www.marzocchipompe.com
88	PATTERN	Moda e Lusso	17/07/2019	AIM Italia	www.pattern.it
89	SHEDIR PHARMA GROUP	Healthcare	23/07/2019	AIM Italia	www.shedirpharma.com
90	CLEANBNB	Servizi	24/07/2019	AIM Italia	www.cleanbnb.net
91	FRIULCHEM	Chimica	25/07/2019	AIM Italia	www.friulchem.com
92	RADICI PIETRO INDUSTRIES & BRANDS SPA	Industria	26/07/2019	AIM Italia	www.sit-in.it
93	FARMAÈ	Servizi	29/07/2019	AIM Italia	www.farmaegroup.it
94	CONFINVEST	Finanza	01/08/2019	AIM Italia	www.confinvest.it
95	IERVOLINO ENTERTAINMENT	Media	05/08/2019	AIM Italia	iervolinoentertainment.it
96	COPERNICO SIM SPA	Finanza	08/08/2019	AIM Italia	www.copernicosim.com
97	WEBSOLUTE	Tecnologia	30/09/2019	AIM Italia	www.websolute.com
98	CYBEROO	Tecnologia	07/10/2019	AIM Italia	www.cyberoo.com
99	ARTERRA BIOSCIENCE	Biotecnologia	28/10/2019	AIM Italia	www.arterrabio.it
100	NEWLAT FOOD	Alimentare	29/10/2019	MTA	www.newlat.it
101	MATICA FINTEC	Tecnologia	11/11/2019	AIM Italia	www.maticafintec.com
102	UCAPITAL24	Finanza	19/11/2019	AIM Italia	www.ucapital24.com
103	FOS	Tecnologia	26/11/2019	AIM Italia	www.grupprofos.it
104	NVP	Media	05/12/2019	AIM Italia	www.nvp.it
105	SANLORENZO	Leisure	10/12/2019	MTA	www.sanlorenzoyacht.com
106	GISMONDI 1754	Moda e Lusso	18/12/2019	AIM Italia	www.gismondi1754.com
107	DOXEE	Tecnologia	19/12/2019	AIM Italia	www.doxee.com
108	UNIDATA	Telecomunicazioni	16/03/2020	AIM Italia	www.unidata.it
109	GVS	Chimica	19/06/2020	MTA	www.gvs.com
110	SEBINO	Industria	19/06/2020	AIM Italia	www.sebino.eu
111	CY4GATE	Tecnologia	24/06/2020	AIM Italia	www.cy4gate.com/it/
112	FABILIA GROUP	Servizi	11/08/2020	AIM Italia	www.fabilia.com
113	SOURCESENSE	Tecnologia	12/08/2020	AIM Italia	www.sourcesense.com
114	FENIX ENTERTAINMENT	Media	14/08/2020	AIM Italia PRO	www.fenixent.com
115	RETI	Tecnologia	10/09/2020	AIM Italia	www.reti.it
116	LABOMAR	Healthcare	05/10/2020	AIM Italia	labomar.com
117	ESI	Energia	26/10/2020	AIM Italia	www.esi-spa.com
118	TRENDEVICE	Servizi	27/10/2020	AIM Italia	www.trendevice.com
119	OSAI AUTOMATION SYSTEM	Industria	03/11/2020	AIM Italia	osai-as.com
120	EURO COSMETIC	Chimica	06/11/2020	AIM Italia	www.eurocosmetic.it
121	TECMA SOLUTIONS	Tecnologia	09/11/2020	AIM Italia	www.tecmasolutions.com
122	PROMOTICA	Industria	27/11/2020	AIM Italia	www.promotica.it
123	COMAL	Industria	16/12/2020	AIM Italia	www.comalgroup.com
124	TENAX INTERNATIONAL	Industria	18/12/2020	AIM Italia	www.tenaxinternational.com
125	IGEAMED	Altri servizi	22/12/2020	AIM Italia PRO	www.igeam.it
126	MIT SIM	Finanza	28/12/2020	AIM Italia PRO	www.mitsim.it
127	CONVERGENZE	Telecomunicazioni	30/12/2020	AIM Italia	convergenze.it
128	EVISIO	Energia	30/12/2020	AIM Italia	www.evisio.it
129	PLANETEL	Telecomunicazioni	30/12/2020	AIM Italia	www.planetel.it

Fonte: elaborazione personale

APPENDICE B – TABELLA DEGLI INDICATORI GRI

Tabella 12. GRI Sustainability Reporting Standards 2016 (GRI Standards)

SERIE	STANDARD DISCLOSURE	DESCRIZIONE DELL'INDICATORE
100		
GRI 101: PRINCIPI DI RENDICONTAZIONE 2016		
GRI 102: INFORMATIVA GENERALE 2016		
PROFILO DELL'ORGANIZZAZIONE		
	102-1	Nome dell'organizzazione
	102-2	Attività, marchi, prodotti e servizi
	102-3	Luogo della sede principale
	102-4	Luogo dell'attività
	102-5	Proprietà e forma giuridica
	102-6	Mercati serviti
	102-7	Dimensione dell'organizzazione
	102-8	Informazioni sui dipendenti e gli altri lavoratori
	102-9	Catena di fornitura
	102-10	Modifiche significative all'organizzazione e alla sua catena di fornitura
	102-11	Principio di precauzione
	102-12	Iniziative esterne
	102-13	Adesione ad associazioni
STRATEGIA		
	102-14	Dichiarazione di un alto dirigente
	102-15	Impatti chiave, rischi, e opportunità
ETICA E INTEGRITÀ		
	102-16	Valori, principi, standard e norme di comportamento
	102-17	Meccanismi per ricercare consulenza e segnalare criticità relativamente a questioni etiche
GOVERNANCE		
	102-18	Struttura della governance
	102-19	Delega dell'autorità
	102-20	Responsabilità a livello esecutivo per temi economici, ambientali e sociali
	102-21	Consultazione degli stakeholder su temi economici, ambientali e sociali
	102-22	Composizione del massimo organo di governo e relativi comitati
	102-23	Presidente del massimo organo di governo
	102-24	Nomina e selezione del massimo organo di governo
	102-25	Conflitti di interessi
	102-26	Ruolo del massimo organo di governo nello stabilire finalità, valori e strategie
	102-27	Conoscenza collettiva del massimo organo di governo
	102-28	Valutazione delle performance del massimo organo di governo
	102-29	Identificazione e gestione degli impatti economici, ambientali e sociali
	102-30	Efficacia dei processi di gestione del rischio
	102-31	Riesame dei temi economici, ambientali, e sociali
	102-32	Ruolo del massimo organo di governo nel reporting di sostenibilità
	102-33	Comunicazione delle criticità
	102-34	Natura e numero totale delle criticità
	102-35	Politiche retributive
	102-36	Processo per determinare la retribuzione

	102-37	Coinvolgimento degli stakeholder nella retribuzione
	102-38	Tasso della retribuzione totale annua
	102-39	Percentuale di aumento del tasso della retribuzione totale annua
COINVOLGIMENTO DEGLI STAKEHOLDER		
	102-40	Elenco dei gruppi di stakeholder
	102-41	Accordi di contrattazione collettiva
	102-42	Individuazione e selezione degli stakeholder
	102-43	Modalità di coinvolgimento degli stakeholder
	102-44	Temi e criticità chiave sollevati
PRATICHE DI RENDICONTAZIONE		
	102-45	Soggetti inclusi nel bilancio consolidato
	102-46	Definizione del contenuto del report e perimetri dei temi
	102-47	Elenco dei temi materiali
	102-48	Revisione delle informazioni
	102-49	Modifiche nella rendicontazione
	102-50	Periodo di rendicontazione
	102-51	Data del report più recente
	102-52	Periodicità della rendicontazione
	102-53	Contatti per richiedere informazioni riguardanti il report
	102-54	Dichiarazione sulla rendicontazione in conformità ai GRI Standards
	102-55	Indice dei contenuti GRI
	102-56	Assurance esterna
GRI 103: MODALITÀ DI GESTIONE 2016		
	103-1	Spiegazione del tema materiale e del relativo perimetro
	103-2	La modalità di gestione e le sue componenti
	103-3	Valutazione delle modalità di gestione
TOPIC SPECIFIC DISCLOSURE		
200		
GRI 201: PERFORMANCE ECONOMICHE 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	201-1	Valore economico direttamente generato e distribuito
	201-2	Implicazioni finanziarie e altri rischi e opportunità dovuti al cambiamento climatico
	201-3	Piani pensionistici a benefici definiti e altri piani di pensionamento
	201-4	Assistenza finanziaria ricevuta dal governo
GRI 202: PRESENZA SUL MERCATO 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	202-1	Rapporti tra il salario standard di un neoassunto per genere e il salario minimo locale
	202-2	Proporzione di senior manager assunti dalla comunità locale
GRI 203: IMPATTI ECONOMICI INDIRETTI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	203-1	Investimenti infrastrutturali e servizi finanziati
	203-2	Impatti economici indiretti significativi
GRI 204: PRATICHE DI APPROVVIGIONAMENTO 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	204-1	Proporzione di spesa verso fornitori locali
GRI 205: ANTICORRUZIONE 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	205-1	Operazioni valutate per i rischi legati alla corruzione
	205-2	Comunicazione e formazione in materia di politiche e procedure anticorruzione

	205-3	Episodi di corruzione accertati e azioni intraprese
GRI 206: COMPORTAMENTO ANTICONCORRENZIALE 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	206-1	Azioni legali per comportamento anticoncorrenziale, antitrust e pratiche monopolistiche
GRI 207: IMPOSTE 2019		
INFORMATIVE SULLE MODALITÀ DI GESTIONE		
	207-1	Approccio alla fiscalità
	207-2	Governance fiscale, controllo e gestione del rischio
	207-3	Coinvolgimento degli stakeholder e gestione delle preoccupazioni in materia fiscale
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	207-4	Rendicontazione Paese per Paese
300		
GRI 301: MATERIALI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	301-1	Materiali utilizzati per peso o volume
	301-2	Materiali utilizzati che provengono da riciclo
	301-3	Prodotti recuperati o rigenerati e relativi materiali di imballaggio
GRI 302: ENERGIA 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	302-1	Energia consumata all'interno dell'organizzazione
	302-2	Energia consumata al di fuori dell'organizzazione
	302-3	Intensità energetica
	302-4	Riduzione del consumo di energia
	302-5	Riduzione del fabbisogno energetico di prodotti e servizi
GRI 303: ACQUA E SCARICHI IDRICI 2018		
INFORMATIVE SULLE MODALITÀ DI GESTIONE		
	303-1	Interazione con l'acqua come risorsa condivisa
	303-2	Gestione degli impatti correlati allo scarico di acqua
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	303-3	Prelievo idrico
	303-4	Scarico di acqua
	303-5	Consumo di acqua
GRI 304: BIODIVERSITÀ 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	304-1	Siti operativi di proprietà, detenuti in locazione, gestiti in (o adiacenti ad) aree protette e aree a elevato valore di biodiversità esterne alle aree protette
	304-2	Impatti significativi di attività, prodotti e servizi sulla biodiversità
	304-3	Habitat protetti o ripristinati
	304-4	Specie elencate nella "Red List" dell'IUCN e negli elenchi nazionali che trovano il proprio habitat nelle aree di operatività dell'organizzazione
GRI 305: EMISSIONI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	305-1	Emissioni dirette di GHG (Scope 1)
	305-2	Emissioni indirette di GHG da consumi energetici (Scope 2)
	305-3	Altre emissioni indirette di GHG (Scope 3)
	305-4	Intensità delle emissioni di GHG
	305-5	Riduzione delle emissioni di GHG
	305-6	Emissioni di sostanze dannose per ozono (ODS, "ozone-depleting substances")

	305-7	Ossidi di azoto (NOX), ossidi di zolfo (SOX) e altre emissioni significative
GRI 306: SCARICHI IDRICI E RIFIUTI 2020		
INFORMATIVE SULLE MODALITÀ DI GESTIONE		
	306-1	Produzione di rifiuti e impatti significativi connessi ai rifiuti
	306-2	Gestione degli impatti significativi connessi ai rifiuti
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	306-3	Rifiuti prodotti
	306-4	Rifiuti non destinati a smaltimento
	306-5	Rifiuti destinati allo smaltimento
GRI 307: COMPLIANCE AMBIENTALE 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	307-1	Non conformità con leggi e normative in materia ambientale
GRI 308: VALUTAZIONE AMBIENTALE DEI FORNITORI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	308-1	Nuovi fornitori che sono stati valutati utilizzando criteri ambientali
	308-2	Impatti ambientali negativi nella catena di fornitura e azioni intraprese
400		
GRI 401: OCCUPAZIONE 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	401-1	Nuove assunzioni e turnover
	401-2	Benefit previsti per i dipendenti a tempo pieno, ma non per i dipendenti part-time o con contratto a tempo determinato
	401-3	Congedo parentale
GRI 402: RELAZIONI TRA LAVORATORI E MANAGEMENT 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	402-1	Periodo minimo di preavviso per cambiamenti operativi
GRI 403: SALUTE E SICUREZZA SUL LAVORO 2018		
INFORMATIVE SULLE MODALITÀ DI GESTIONE		
	403-1	Sistema di gestione della salute e sicurezza sul lavoro
	403-2	Identificazione dei pericoli, valutazione dei rischi e indagini sugli incidenti
	403-3	Servizi di medicina del lavoro
	403-4	Partecipazione e consultazione dei lavoratori e comunicazione in materia di salute e sicurezza sul lavoro
	403-5	Formazione dei lavoratori in materia di salute e sicurezza sul lavoro
	403-6	Promozione della salute dei lavoratori
	403-7	Prevenzione e mitigazione degli impatti in materia di salute e sicurezza sul lavoro all'interno delle relazioni commerciali
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	403-8	Lavoratori coperti da un sistema di gestione della salute e sicurezza sul lavoro
	403-9	Infortuni sul lavoro
	403-10	Malattie professionali
GRI 404: FORMAZIONE E ISTRUZIONE 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	404-1	Ore medie di formazione annua per dipendente
	404-2	Programmi di aggiornamento delle competenze dei dipendenti e programmi di assistenza alla transizione
	404-3	Percentuale di dipendenti che ricevono una valutazione periodica delle performance e dello sviluppo professionale
GRI 405: DIVERSITÀ E PARI OPPORTUNITÀ 2016		

INFORMATIVE SPECIFICHE		
	405-1	Diversità negli organi di governo e tra i dipendenti
	405-2	Rapporto dello stipendio base e retribuzione delle donne rispetto agli uomini
GRI 406: NON DISCRIMINAZIONE 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	406-1	Episodi di discriminazione e misure correttive adottate
GRI 407: LIBERTÀ DI ASSOCIAZIONE E CONTRATTAZIONE COLLETTIVA 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	407-1	Attività e fornitori in cui il diritto alla libertà di associazione e contrattazione collettiva può essere a rischio
GRI 408: LAVORO MINORILE 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	408-1	Attività e fornitori a rischio significativo di episodi di lavoro minorile
GRI 409: LAVORO FORZATO O OBBLIGATORIO 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	409-1	Attività e fornitori a rischio significativo di episodi di lavoro forzato o obbligatorio
GRI 410: PRATICHE PER LA SICUREZZA 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	410-1	Personale addetto alla sicurezza formato sulle politiche o procedure riguardanti i diritti umani
GRI 411: DIRITTI DEI POPOLI INDIGENI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	411-1	Episodi di violazione dei diritti dei popoli indigeni
GRI 412: VALUTAZIONE DEL RISPETTO DEI DIRITTI UMANI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	412-1	Attività che sono state oggetto di verifiche in merito al rispetto dei diritti umani o valutazioni d'impatto
	412-2	Formazione dei dipendenti sulle politiche o le procedure sui diritti umani
	412-3	Accordi di investimento e contratti significativi che includono clausole relative ai diritti umani o che sono stati sottoposti a una valutazione in materia di diritti umani
GRI 413: COMUNITÀ LOCALI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	413-1	Attività che prevedono il coinvolgimento delle comunità locali, valutazioni d'impatto e programmi di sviluppo
	413-2	Attività con impatti negativi, potenziali e attuali significativi sulle comunità locali
GRI 414: VALUTAZIONE SOCIALE DEI FORNITORI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	414-1	Nuovi fornitori che sono stati sottoposti a valutazione attraverso l'utilizzo di criteri sociali
	414-2	Impatti sociali negativi sulla catena di fornitura e azioni intraprese
GRI 415: POLITICA PUBBLICA 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	415-1	Contributi politici
GRI 416: SALUTE E SICUREZZA DEI CLIENTI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	416-1	Valutazione degli impatti sulla salute e sulla sicurezza per categorie di prodotto e servizi.
	416-2	Episodi di non conformità riguardanti impatti sulla salute e sulla sicurezza di prodotti e servizi

GRI 417: MARKETING ED ETICHETTATURA 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	417-1	Requisiti in materia di informazione ed etichettatura di prodotti e servizi
	417-2	Episodi di non conformità in materia di informazione ed etichettatura di prodotti e servizi
	417-3	Casi di non conformità riguardanti comunicazioni di marketing
GRI 418: PRIVACY DEI CLIENTI 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	418-1	Denunce comprovate riguardanti le violazioni della privacy dei clienti e perdita di dati dei clienti
GRI 419: COMPLIANCE SOCIOECONOMICA 2016		
INFORMATIVE SPECIFICHE		
	419-1	Non conformità con leggi e normative in materia sociale ed economica

Fonte: rielaborazione grafica personale degli Standard pubblicati dal GRI (2016)

Tabella 13. Specific Standard disclosures for the sector (GRI)

SPECIFIC STANDARD DISCLOSURES		
MEDIA SECTOR		
	M1	Finanziamenti significativi e altri supporti ricevuti da fonti non governative
	M2	Metodologia di valutazione e monitoraggio dell'aderenza ai valori di creazione dei contenuti
	M3	Azioni adottate per migliorare l'aderenza ai valori di creazione di contenuti e risultati ottenuti
	M4	Azioni intraprese per migliorare la performance in relazione alle istanze di diffusione dei contenuti (accessibilità e protezione del pubblico vulnerabile, consenso informato) e risultati ottenuti
	M5	Numero e natura delle risposte (feedback/denunce) relative alla divulgazione dei contenuti, compresa la protezione dei segmenti vulnerabili e il consenso informato e l'accessibilità, e processi per affrontare tali risposte
	M6	Metodi di interazione con il pubblico e risultati
	M7	Azioni intraprese per aumentare la consapevolezza dell'audience attraverso lo sviluppo della cultura mediale e risultati ottenuti
NGO SECTOR		
	NGO1	Processi per coinvolgere i gruppi di stakeholder interessati nell'ideazione, attuazione, monitoraggio e valutazione dei programmi e delle policy
	NGO2	Meccanismi di feedback e reclami in relazione a programmi e politiche e per determinare le azioni da intraprendere in risposta a violazioni delle politiche
	NGO3	Sistema per il monitoraggio, la valutazione e l'apprendimento dei programmi (compresa la misurazione dell'efficacia del programma e dell'impatto), modifiche dei programmi e modalità di comunicazione
	NGO4	Misure per integrare il genere e la diversità nell'ideazione e attuazione dei programmi, nel ciclo di monitoraggio e valutazione
	NGO5	Processi per formulare, comunicare, sviluppare e cambiare i piani di advocacy e di sensibilizzazione del pubblico
	NGO6	Processi per includere e coordinarsi con le attività di altri attori
	NGO7	Allocazione delle risorse

	NGO8	Risorse di finanziamento per categoria e per cinque maggiori donatori e valore monetario del loro contributo
	NGO9	Meccanismi a disposizione dello staff per inviare feedback o lamentele, e loro risoluzione
	NGO10	Aderenza a standard per pratiche di raccolta fondi e di comunicazione di marketing
AIRPORT OPERATOR SECTOR		
	A01	Numero totale di passeggeri nell'anno, suddivisi fra passeggeri di voli internazionali e nazionali e suddivisi fra origine-destinazione e trasferimento, incluso i passeggeri in transito
	A02	Numero totale annuo di movimenti di aeromobili diurni e notturni, suddivisi per voli commerciale passeggeri, commerciale cargo, aviazione generale e aviazione di stato
	A03	Quantitativo di merce (cargo) movimentato in tonnellate
	A04	Qualità delle acque meteoriche secondo la normativa vigente
	A05	Livello di qualità dell'aria in base alle concentrazioni di inquinanti in microgrammi per metro cubo ($\mu\text{g}/\text{m}^3$) o parti per milione (ppm) previsto dalla normativa vigente
	A06	Quantità di liquido antigelo (<i>de-icing</i>) utilizzato e trattato (m^3 e/o ton) suddiviso per piste e aeromobili
	A07	Numero e percentuale di persone che risiedono in aree interessate dal rumore aeroportuale
	A08	Numero di persone fisicamente o economicamente dislocate, sia volontariamente che involontariamente, dal gestore aeroportuale o per suo conto da un ente governativo o altro, e l'indennizzo previsto
	A09	Numero totale annuo di " <i>wildlife strikes</i> " per 10.000 movimenti di aeromobili
CONSTRUCTION AND REAL ESTATE SECTOR		
	CRE1	Intensità energetica degli edifici
	CRE2	Intensità dei consumi idrici degli edifici
	CRE3	Intensità delle emissioni di gas serra degli edifici
	CRE4	Intensità delle emissioni di gas a effetto serra derivanti da nuove attività di costruzione e riqualificazione
	CRE5	Terreni bonificati e da bonificare per l'uso del suolo esistente o previsto, secondo le denominazioni legali applicabili
	CRE6	Percentuale dell'organizzazione che opera nel rispetto di un sistema di gestione della salute e della sicurezza riconosciuto a livello internazionale
	CRE7	Numero di persone volontariamente o involontariamente sfollate e/o reinsediate per lo sviluppo, suddivise per progetto
	CRE8	Tipo e numero di certificazioni di sostenibilità, sistemi di classificazione ed etichettatura per le nuove costruzioni, per la gestione, per l'occupazione e per la riqualificazione
ELECTRIC UTILITIES SECTOR		
	EU1	Capacità installata distinta per fonte di energia primaria e per regime regolatorio
	EU2	Energia netta prodotta distinta per fonte di energia primaria e per regime regolatorio
	EU3	Numero di clienti residenziali, industriali, istituzionali e commerciali
	EU4	Lunghezza delle linee esterne e interrate di trasmissione e di distribuzione per regime regolatorio
	EU5	Allocazione delle quote CO ₂ distinte secondo il Carbon Trading Framework
	EU6	Approccio gestionale per garantire la disponibilità e l'affidabilità dell'energia elettrica a breve e lungo termine
	EU7	Programmi di gestione della domanda, inclusi programmi residenziali, commerciali, istituzionali e industriali

	EU8	Attività di ricerca e sviluppo e spese volte a fornire elettricità affidabile e a promuovere lo sviluppo sostenibile
	EU9	Disposizioni per la disattivazione dei siti nucleari
	EU10	Capacità di generazione di energia elettrica pianificata rispetto alla domanda prevista a lungo termine, suddivisa per fonte energetica e regime regolatorio
	EU11	Efficienza media di generazione degli impianti termoelettrici suddivisi per fonte energetica primaria e regime regolatorio
	EU12	Percentuale di perdite di trasmissione e distribuzione sul totale dell'energia
	EU13	Biodiversità degli habitat compensativi rispetto alla biodiversità delle aree coinvolte
	EU14	Programmi e processi per garantire la disponibilità di forza lavoro qualificata
	EU15	Percentuale di dipendenti pensionabili nei prossimi 5/10 anni, distinti per categoria professionale e territorio
	EU16	Politiche e requisiti in materia di salute e sicurezza dei dipendenti e delle dipendenti di imprese appaltatrici e subappaltatori
	EU17	Giorni/lavoro della forza lavoro di appaltatori e subappaltatori impiegati in attività di costruzione, manutenzione e funzionamento operativo.
	EU18	Percentuale di personale di appaltatori e subappaltatori che ha ricevuto adeguata formazione in tema di salute e sicurezza
	EU19	Partecipazione delle parti interessate al processo decisionale in materia di pianificazione energetica e sviluppo delle infrastrutture
	EU20	Approccio alla gestione degli impatti dello spostamento
	EU21	Misure di pianificazione di emergenza, piano di gestione dei disastri/delle emergenze e programmi di formazione e piani di ripristino/recupero
	EU22	Numero delle persone fisicamente ed economicamente "sfollate" e risarcimenti, suddivisi per tipo di progetto
	EU23	Programmi, compresi quelli in collaborazione con il governo, per migliorare o mantenere l'accesso all'elettricità e ai servizi di assistenza clienti
	EU24	Pratiche per affrontare le barriere linguistiche, culturali, di scarsa alfabetizzazione e legate alla disabilità all'accesso e all'uso sicuro dell'elettricità e dei servizi di assistenza alla clientela
	EU25	Numero di infortuni, malattie e incidenti mortali che hanno coinvolto la collettività, incluse cause legali anche pendenti
	EU26	Percentuale di popolazione non servita nelle aree di distribuzione o di servizi autorizzate
	EU27	Numero di disconnessioni di rete per mancato pagamento, ripartite per durata della disconnessione e per regime normativo
	EU28	Frequenza delle interruzioni
	EU29	Durata media delle interruzioni
	EU30	Indici di disponibilità medi degli impianti per fonte energetica e regime regolatorio
EVENT ORGANIZERS SECTOR		
	E01	Impatti economici diretti e creazione di valore generata da iniziative relative alla sostenibilità
	E02	Modalità di trasporto adottate dai partecipanti come percentuale del totale dei trasporti e iniziative volte a incoraggiare l'uso di opzioni di trasporto sostenibili
	E03	Impatti ambientali e socio-economici significativi del trasporto dei partecipanti all'evento e delle iniziative adottate per affrontarne gli impatti
	E04	Espressioni di dissenso per tipo, numero, entità e risposta
	E05	Tipologia e impatto delle iniziative volte alla creazione di un evento socialmente inclusivo

	E06	Tipologia e impatto delle iniziative volte a garantire un ambiente accessibile
	E07	Numero e tipo di lesioni, decessi e incidenti soggetti a notifica dei partecipanti e di altri portatori di interesse
	E08	Percentuale e accesso agli alimenti e alle bevande conformi alle politiche dell'organizzatore o alle norme locali, nazionali o internazionali
	E09	Tipologia e risultati di sostenibilità delle iniziative di sourcing
	E010	Tipo, importo e impatto dei benefici, finanziari e in natura, ricevuti dall'organizzatore dell'evento da parte dei fornitori
	E011	Numero, tipo e impatto delle iniziative di sostenibilità progettate per aumentare la consapevolezza, per condividere conoscenze e avere un impatto sui cambiamenti comportamentali, e risultati ottenuti
	E012	Natura e portata del trasferimento di conoscenze sulle migliori pratiche e insegnamenti tratti
	E013	Numero, tipo e impatto dei lasciti fisici e tecnologici
FINANCIAL SERVICES SECTOR		
	FS1	Politiche con specifiche componenti sociali e ambientali applicate alle linee di business
	FS2	Procedure per valutare i rischi sociali e ambientali delle linee di business
	FS3	Processo di monitoraggio dell'adozione e del rispetto dei requisiti sociali e ambientali da parte dei clienti in accordi o transazioni
	FS4	Processi per accrescere le competenze del personale per applicare le politiche sociali e ambientali alle linee di business
	FS5	Interazione con clienti e altri stakeholder sui rischi e opportunità socio-ambientali
	FS6	Percentuale del portafoglio segmentato per linee di business per specifiche aree geografiche, dimensione (es. micro/PMI/grandi) e per settore
	FS7	Valore monetario di prodotti e servizi finalizzati alla creazione di beneficio sociale per ciascuna linea di business ripartiti per scopo
	FS8	Valore monetario di prodotti e servizi finalizzati alla creazione di beneficio ambientale per ciascuna linea di business ripartiti per scopo
	FS9	Copertura e frequenza dell'audit sull'attuazione delle politiche socio-ambientali e delle procedure di risk assessment
	FS10	Percentuale e numero di società detenute in portafoglio coinvolte in temi sociali e ambientali
	FS11	Percentuale degli asset sottoposti a screening ambientale e sociale positivo o negativo
	FS12	Politica/politiche di voto applicata/e ai temi ambientali o sociali per le azioni sulle quali l'organizzazione segnalante detiene il diritto di voto o di consulenza sul voto
	FS13	Punti di accesso in aree a bassa densità demografica o economicamente svantaggiate, suddivise per tipologia
	FS14	Iniziative per migliorare l'accesso ai servizi finanziari per le persone svantaggiate
	FS15	Politiche per un corretto sviluppo e commercializzazione di prodotti e servizi finanziari
	FS16	Iniziative per rafforzare l'alfabetizzazione finanziaria per tipologia di beneficiario
FOOD PROCESSING SECTOR		
	FP1	Percentuale degli acquisti da fornitori conformi alla politica di approvvigionamento aziendale (in volume)
	FP2	Percentuale degli acquisti verificati secondo degli standard internazionali credibili di produzione responsabile (in volume), ripartiti per gli standard

	FP3	Percentuale di ore di lavoro perse a causa di controversie di lavoro, di scioperi e/o serrate, per Paese
	FP4	Natura, portata ed efficacia di qualsiasi programma e pratica (contributi in natura, iniziative di volontariato, trasferimento di conoscenze, partnership e sviluppo di prodotti) che promuovano l'accesso a stili di vita sani, la prevenzione delle malattie croniche, l'accesso ad alimenti sani, nutrienti e a prezzi accessibili e un migliore benessere per le comunità bisognose
	FP5	Percentuale del volume di produzione realizzato in siti certificati da un terzo indipendente secondo le norme del sistema di gestione della sicurezza alimentare riconosciuto a livello internazionale
	FP6	Percentuale dei volumi di vendita totali di prodotti con ridotto contenuto di grassi saturi, acidi, grassi trans, sodio e zuccheri aggiunti, per categoria di prodotto
	FP7	Percentuale dei volumi di vendita totali di prodotti arricchiti di sostanze nutritive (fibre, vitamine, minerali, additivi alimentari fitochimici o funzionali), per categoria di prodotto
	FP8	Politiche e prassi in materia di comunicazione ai consumatori in merito agli ingredienti e alle informazioni nutrizionali oltre i requisiti di legge
	FP9	Percentuale e totale degli animali allevati e/o processati, per specie e tipo genetico
	FP10	Politiche e pratiche, per specie e tipo genetico, relative ad alterazioni fisiche e all'uso di anestetici
	FP11	Percentuale e totale degli animali allevati e/o processati, per specie e tipo genetico, per modalità di alloggiamento
	FP12	Politiche e pratiche relative all'uso di antibiotici, antiinfiammatori, ormoni e/o altri trattamenti per l'accelerazione della crescita, per specie e tipo genetico
	FP13	Numero totale di incidenti di non conformità significativa alle disposizioni legislative e regolamentari e rispetto delle norme volontarie relative al trasporto, alla manipolazione e alle pratiche di macellazione degli animali vivi terrestri e acquatici
MINING AND METALS SECTOR		
	MM1	Superficie totale di terreno (di proprietà o in concessione, gestito a fini estrattivi e produttivi) alterato o riabilitato
	MM2	Numero e percentuale del totale dei siti identificati come richiedono i piani di gestione della biodiversità secondo i criteri indicati, e numero (percentuale) di questi siti con piani in atto
	MM3	Importi totali di sovraccarichi, rocce, sterili e fanghi e relativi rischi
	MM4	Numero di scioperi e serrate oltre la durata di una settimana, per Paese
	MM5	Numero totale di operazioni che hanno luogo o sono adiacenti ai territori delle popolazioni indigene, numero e percentuale di operazioni o di siti in cui esistono accordi formali con le comunità delle popolazioni indigene
	MM6	Numero e descrizione di significative controversie in materia di uso del suolo, diritti consueti delle comunità locali e delle popolazioni indigene
	MM7	Utilizzo di meccanismi per risolvere le controversie in materia di uso del suolo, diritti consueti delle comunità locali e delle popolazioni indigene, ed esiti
	MM8	Numero (e percentuale) di siti operativi aziendali in cui l'attività artigianale e mineraria di piccola scala (ASM) ha luogo sul sito o in prossimità dello stesso; rischi associati e azioni adottate per gestire e attenuare tali rischi
	MM9	Siti in cui si sono verificati i reinsediamenti, numero di famiglie reinsediate in ciascuno di essi e il modo in cui i loro mezzi di sostentamento sono stati colpiti nel processo
	MM10	Numero e percentuale di operazioni con piani di chiusura
	MM11	Programmi e progressi relativi alla gestione dei materiali

OIL AND GAS SECTOR		
	OG1	Volume e tipo delle riserve certe stimate e della produzione
	OG2	Importo totale investito nelle energie rinnovabili
	OG3	Quantitativo totale di energia rinnovabile prodotta per fonte
	OG4	Numero e percentuale di siti operativi significativi in cui il rischio di biodiversità è stato valutato e monitorato
	OG5	Volume e smaltimento della formazione o dell'acqua prodotta
	OG6	Volume di idrocarburi in torcia e convogliati
	OG7	Quantità di rifiuti di perforazione (fanghi di perforazione e talee) e strategie per il trattamento e lo smaltimento
	OG8	Contenuto di enzene, piombo e zolfo nei combustibili
	OG9	Operazioni in cui le comunità indigene sono presenti o colpite dalle attività e in cui esistono strategie di impegno specifiche
	OG10	Numero e descrizione di controversie significative con le comunità locali e le popolazioni indigene
	OG11	Numero di siti dismessi e siti in fase di disattivazione
	OG12	Operazioni in cui ha avuto luogo il reinsediamento involontario, numero di famiglie reinsediate in ciascuno di essi e modo in cui i loro mezzi di sussistenza sono stati interessati dal processo
	OG13	Numero di eventi relativi alla sicurezza del processo, distinti per attività di business
	OG14	Volume di biocarburanti prodotti e acquistati conformi ai criteri di sostenibilità

Fonte: rielaborazione grafica personale degli Standard Specifici pubblicati dal GRI (2014)

BIBLIOGRAFIA

Abbott, W. F., Monsen, R. J. (1979), "On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement", *Academy of Management Journal*, 22 (3), pp. 501-515.

Adams, C. A., Hill, W. Y., Roberts, C.B. (1998), "Corporate social reporting practices in western Europe: legitimating corporate behaviour?", *The British Accounting Review*, 30 (1), pp. 1-21.

Adams, C. A., Kausirikun, N. (2000), "A comparative analysis of corporate reporting on ethical issues by UK and German chemical and pharmaceutical companies", *The European Accounting Review*, 9 (1), pp. 53-79.

Adams, C. A. (2002), "Internal organizational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorising", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15 (2), pp. 223-250.

Adams C. (2013), *Understanding Integrated Reporting. The Concise Guide to Integrated Thinking and the Future of Corporate Reporting*, Do Sustainability, Oxford.

Addante, A. (2012), *Autonomia privata e responsabilità sociale dell'impresa*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli.

Aggarwal, R., Bhagat, S., Rangan, S. (2009), "The impact of fundamentals on IPO valuation", *Financial Management*, 38 (2), pp. 253-284.

Alcaniz, L., Gomez-Bezares, F., Ugarte, J. V. (2015), "Firm characteristics and intellectual capital disclosure in IPO prospectuses", *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 28 (4), pp. 461-483.

Alhaddi, H. (2015), "Triple bottom line and sustainability: A literature review", *Business Management Studies*, 1 (2), pp. 6-10.

Allen, F., Faulhaber, G.R. (1989), "Signalling by underpricing in the IPO market", *Journal of Financial Economics*, 23, pp. 303-323.

Allison, S., Hall, C., Mcshea, D. (2008), *The Initial Public Offering Handbook: A Guide for Entrepreneurs, Executives, Directors and Private Investors*, Merrill Corporation, Minnesota (USA).

Alshannag, F. M., Basah, M. Y. A., Khairi, K. F. (2016), "The level of corporate social responsibility disclosure in Jordan", *International Journal of Accounting Research*, 2 (12), pp. 1-15.

Amorosino, S. (2014), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, 3^a edizione, Giuffrè Editore, Milano.

Arrigo, E. (2008), *Responsabilità aziendale e performance economico-sociale*, G. Giappichelli, Torino.

Arugaslan, O., Cook, D.O., Kieschnick, R. (2004), "Monitoring as a Motivation for IPO Underpricing", *The Journal of Finance*, 59 (5), pp. 2403-2420.

Associazione nazionale per la ricerca scientifica sul Bilancio Sociale (2013), *Il bilancio sociale GBS 2013*, disponibile a <http://www.gruppobilanciosociale.org/wp-content/uploads/2016/07/Standard-GBS-2013-Principi-di-redazione-del-Bilancio-Sociale.pdf>.

Bagnoli, L. (2004), *Quale responsabilità sociale per l'impresa?*, FrancoAngeli, Milano.

Bagnoli, L. (2010), *Responsabilità sociale e modelli di misurazione*, FrancoAngeli, Milano.

Baron, D. P. (1982), "A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues", *The Journal of Finance*, 37 (4), pp. 955-976.

Baronet, J., Tremblay, S. (2015), "Sustainable development and social responsibility (SDSR): A longitudinal study of large Canadian companies' web-based communication practices", *Journal of Global Responsibility*, 6, pp. 45-64.

Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy III, J. W., Vetsuypens, M. R. (1990), "The role of venture capital in the creation of public companies. Evidence from the going-public process", *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 447-471.

Bartolomeo, M. (1997), *La contabilità ambientale d'impresa*, Il Mulino, Bologna.

Bartov, E., Mohanram, Seethamraju (2001), "Valuation of Internet Stocks – An IPO Perspective", *Journal of Accounting Research*, 40 (2), pp. 321-346.

Basile, I., De Sury, P. (1997), *La determinazione del prezzo delle azioni destinate alla quotazione*, Cariplo-Laterza, Milano.

Beatty, R. P., Ritter, J. R. (1986), "Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, 15 (1), pp. 213-232.

Bebbington, J., Larrinaga, C., Moneva, J. M. (2008), "Corporate social reporting and reputation risk management", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21 (3), pp. 337-361.

Bebbington, J., O'Dwyer, B., Unerman, J. (2007), *Sustainability Accounting and Accountability*, Routledge, Londra.

Bellisario, E. (2012), *La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia e autorità privata*, G. Giappichelli, Torino.

Bellucci, M., Manetti, G. (2018), *Stakeholder Engagement and Sustainability Reporting*, Routledge, Londra.

Benveniste, L. M., Spindt, P. A. (1989), "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 343-361.

Benveniste, L. M., Busaba, W. Y. (1997), "Bookbuilding vs. Fixed Price: An Analysis of Competing Strategies for Marketing IPOs", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32 (4), pp. 383-403.

Benveniste, L., Wilhelm JR, W. J. (1997), "Initial public offerings: going by the book", *Journal of Applied Corporate Finance*, 10 (1), pp. 98-108.

Berber, N., Slavić, A., Aleksić M. (2018), *Measuring Corporate Social Responsibility: The GRI Approach*, lavoro presentato alla 49^a Conferenza Scientifica Internazionale Quantitative and Qualitative Analysis in Economics.

Bertagni, B., La Rosa, M., Salvetti, F. (a cura di) (2007), *Gli strumenti dell'etica, l'etica degli strumenti e la responsabilità sociale*, FrancoAngeli, Milano.

Bhagat, S., Rangan, S. (2004), *Determinants of IPO Valuation*, University of Colorado.

Bianchi, S., Fasan, M., (2017), *L'azienda sostenibile: trend, strumenti e case study*, Edizioni Ca' Foscari-Digital Publishing, Venezia.

Birkenbeul, C. (2010), *The Specific Underpricing of IPOs in US Stock Markets: Market Reputation as a Determinant*, GRIN Verlag, Monaco.

Blackburn, N., Hooper, V., Abratt, R., Brown, J. (2018), "Stakeholder engagement in corporate reporting: towards building a strong reputation", *Marketing Intelligence & Planning*, 36 (4), pp. 484-497.

Bollazzi, F., Risalvato, G., Zanatta, G. (2017), "IPO and CSR: An Analysis on Last Performance in Italian Stock Exchange", *China-USA Business Review*, 16, pp. 588-600.

Bollazzi, F., Risalvato, G. (2018), "Corporate Responsibility and ROA: Evidence from the Italian Stock Exchange", *Asian Economic and Financial Review*, 8 (4), pp. 565-570.

Booth, J. R., Smith, R. (1986), "Capital raising, underwriting and the certification hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 261-281.

Borsa Italiana (2021), *Quotarsi in Borsa. La segmentazione dei mercati di Borsa Italiana*, disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>.

Bowen, H. R., Gond, J-P. (2013), *Social Responsibilities of the Businessman*, University of Iowa Press, Iowa City.

Bowman, E.H., Haire, M. (1975), "A strategic Posture toward Corporate Social Responsibility", *California Management Review*, 18 (2), pp. 49-58.

Brennan, M. J., Franks, J. (1997), "Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK", *Journal of Financial Economics*, 45, pp. 391-413.

Bradley, D. J., Jordan, B. D. (2002), "Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37 (4), pp. 595-616.

Brey, C., Haavaldsen, M. (2015), *Exploring the Relationship Between Sustainability Disclosure, Financial Performance and Initial Public Offerings – UK evidence among recently listed companies on the AIM*, Copenhagen Business School.

Brown, H. S., De Jong, M., Levy, D. L. (2009), "The rise of the Global Reporting Initiative: a case of institutional entrepreneurship", *Environmental Politics*, 18 (2), pp. 182-200.

Bryane, M. (2003), "Corporate Social Responsibility in International Development: An Overview and Critique", *Corporate Social Responsibility Environmental Management*, 10 (3), pp. 115-128.

Bui, T. M. A., Frongillo, A. (2020), "How does the market perceive ESG in IPOs. Investigating how ESG factors affect IPO Underpricing in the U.S. market", Umeå University.

Buhr, N., Gray, R., Milne, M. J. (2014), "Histories, rationales, voluntary standards and future prospects for sustainability reporting", *Sustainability accounting and accountability*, 51, pp. 51-71

Bukh, P. N., Nielsen, C., Gormsen, P., Mouritsen, J. (2004), "Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO prospectuses", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 18 (6), pp. 713-732.

Busaba, W. Y., Chang, C. (2010), "Bookbuilding vs. fixed price revisited: The effect of aftermarket trading", *Journal of Corporate Finance*, 16 (3), pp. 370-381.

Busco, C., Frigo, M. L., Riccaboni, A., Quattrone, P. (2013), *Integrated Reporting. Concepts and Cases that Redefine Corporate Accountability*, Springer, Svizzera.

Campbell, J. L. (2006), "Institutional Analysis and the Paradox of Corporate Social Responsibility", *American Behavioral Scientist*, 49 (7), pp. 925-938.

Carrassi, M., Peragine, V. (a cura di) (2007), *Responsabilità sociale d'impresa: fondamenti teorici e strumenti di comunicazione*, FrancoAngeli, Milano.

Carroll A. B. (1979), "A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance", *The Academy of Management Review*, 4, pp. 497-505.

Carroll, A. B. (1991), "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders", *Business Horizons*, 34, pp. 39-48.

Carroll, A. B. (2000), "A Commentary and an Overview of Key Questions on Corporate Social Performance Measurement", *Business and Society*, 39 (4), pp. 466-478.

Carter, R. B., Dark, F. H., Singh, A. K. (1998), "Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks", *The Journal of Finance*, 53 (1), pp. 285-311.

Cassia, L., Giudici, G., Paleari, S., Redondi, R. (2006), "IPO Underpricing in Italy", *Applied Financial Economics*, 14, pp. 179-194.

Cavagnaro, E., Curiel, G. (2012), *The Three Levels of Sustainability*, Routledge, Londra.

Cavicchi, P., Dalledonne, A., Durand, C., Pezzuto, G. (2003), *Bilancio sociale e ambientale*, Ipsoa, Milano.

Celia, P. (2008), *Underpricing, Oversubscription, Ownership dispersion e liquidità nel mercato secondario: evidenze dalle ultime operazioni italiane*, Unpublished Working Papers Dipartimento di Scienze Economiche Università di Verona, Italia.

Cera, M. (2020), *Le società con azioni quotate nei mercati*, Zanichelli Editore, Bologna.

Chee Tahir, A., Darton, R. C. (2010), "The Process Analysis Method of selecting indicator to quantify the sustainability performance of a business operation", *Journal of Cleaner Production*, 18, pp. 1598-1607.

Chen, X. Z. (2020), "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk – Moderating Effect Analysis of Social Capital", *American Journal of Industrial and Business Management*, 10, pp. 600-618.

Chiesi, A. M., Martinelli, A., Pellegatta, M. (2000), *Il bilancio sociale: stakeholder e responsabilità sociale d'impresa*, Il Sole 24 ORE, Milano.

Chua, L. (1991), *The costs of going public: an analysis of firm commitment and best efforts contracts*, Arizona State University.

Cifro, P., Diaye, M-A., Pekovic, S. (2016), "CSR related management practices and Firm Performance: An Empirical Analysis of the Quantity–Quality Trade-off on French Data", *International journal of production economics*, 171, pp. 405-416.

Cisi, M. (2003), *Il bilancio ambientale*, G. Giappichelli, Torino.

Clark, J. M. (1916), "The Changing Basis of Economic Responsibility", *Journal of Political Economy*, 24 (3), pp. 209-229

Commissione delle Comunità Europee (2001), Libro Verde, "Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale d'impresa", Bruxelles, pag. 7.

Commissione europea (2010), *Europe 2020: A European strategy for smart, sustainable and inclusive growth*, disponibile a

<https://ec.europa.eu/eu2020/pdf/COMPLET%20EN%20BARROSO%20%20%20007%20-%20Europe%202020%20-%20EN%20version.pdf>.

Commissione europea (2011), *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. A renewed UE strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility*, disponibile a <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52011DC0681>.

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), *Testo Unico della Finanza Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Aggiornato con le modifiche apportate dalla L. n. 178 del 30.12.2020 (in vigore dall'1.1.2021) e dal D.Lgs. n. 17 del 2.2.2021 (in vigore dall'11.3.2021)*, disponibile a https://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88.

Committee for Economic Development (1971), *Social Responsibilities of Business Corporations*, disponibile a [https://www.ced.org/pdf/Social Responsibilities of Business Corporations.pdf](https://www.ced.org/pdf/Social%20Responsibilities%20of%20Business%20Corporations.pdf).

Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (2016), *Direttiva 2014/95/UE sulla disclosure non finanziaria e sulla diversità nella composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo*, disponibile a <https://commercialisti.it/visualizzatore-articolo?articleId=1309808&plid=323451>.

Consob (2018), *Regolamento sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, adottato con delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018*, disponibile a https://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2018_20267.pdf/558bf4da-10c8-4b13-bf51-06d9d7861c99.

Consob (2019), *Report on non-financial reporting of Italian companies. Non-financial information as a driver of transformation*, disponibile a

<https://www.consob.it/documents/46180/46181/rnf2019.pdf/5d508397-a2f9-4abf-be87-8cb278a1997d>.

Cordazzo, M., Marzo, G. (a cura di) (2020), *L'informativa non finanziaria dopo il D.Lgs. 254/2016. Evoluzione della normativa e implicazioni nelle pratiche aziendali*, FrancoAngeli, Milano.

Cormier, D., Magnan, M. (2003), "Environmental reporting management: a continental European perspective", *Journal of Accounting and Public Policy*, 22 (1), pp. 43-62.

Cornelli, F., Goldreich, D. (2003), "Bookbuilding: How Informative is the Order Book?", *The Journal of Finance*, 58 (4), pp. 1415-1443.

Cyril, P. (2012), "Understanding the Green Shoe Option in Public Offerings", *The Chartered Accountant, the monthly news journal of the Institute of Chartered Accountants of India*.

D'amato, A., Henderson, S., Florence, S. (2009), *Corporate social responsibility and sustainable business. A Guide to Leadership tasks and functions*, Center for Creative Leadership, Quaderno di Ricerca No 355.

D'orazio, E. (2003), "Gestione degli stakeholders, assets intangibili e leadership etica", *Notizie di Politeia*, 72, pp. 3-27.

Dalocchio, M., Salvi, A. (2011), *Finanza aziendale 2: Finanza straordinaria*, EGEA, Milano.

Damodaran, A. (2015), *Applied Corporate Finance*, 4^a edizione, Wiley, Hoboken.

Damodaran, A., Roggi, O. (2016), *Elementi di finanza aziendale e risk management. La gestione dell'impresa tra valore e rischio*, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna.

Davis, K. (1960), "Can Business afford to Ignore Social Responsibilities?", *California Management Review*, 2, pp. 70-76.

Davis, K. (1973), "The case for and against business assumption of social responsibilities", *The Academy of Management Journal*, 16 (2), pp. 312-322.

Deegan, C. (2002), "Introduction: The legitimizing effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15 (3), pp. 282-311.

Dietrich, J. (2012), *Variables Influencing the Severity of IPO Underpricing: An Empirical Analysis of the German Market*, Diplomica Verlag, Amburgo.

Diouf, D., Boiral, O. (2017), "The quality of sustainability reports and impression management: A stakeholder perspective", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30 (3), pp. 643-667.

Downes, D. H., Heinkel, R. (1982), "Signaling and the Valuation of Unseasoned New Issues", *The Journal of Finance*, 37 (1), pp. 1-10.

Dunbar, C. G. (1998), "The choice between firm-commitment and best-efforts offering methods in IPOs: The effect of unsuccessful offers", *Journal of Financial Intermediation*, 7 (1), pp. 60-90.

Dye, R. A. (1985), "Disclosure of Nonproprietary Information", *Journal of Accounting Research*, 23 (1), pp. 123-145.

Eckbo, B. E. (2008), *Handbook of Corporate Finance. Empirical Corporate Finance*, Volume 1, North-Holland, Amsterdam.

Elkington, J. (1998), *Cannibal with forks – Triple bottom line of 21st century business*, New Society Publishers, Stoney Creek.

Ellul, A., Pagano, M. (2006), "IPO Underpricing and After-Market Liquidity", *Review of Financial Studies*, 19 (2), pp. 381-421.

Ernst & Young (EY) (2013), *Guide to going public. Strategic considerations before, during and post-IPO*, disponibile a https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-guide-to-going-public-strategic-considerations-before-during-and-post-ipo.pdf.

Ernst & Young e Center for Corporate Citizenship (2013), *Value of sustainability reporting. A study by EY and Boston College Center for Corporate Citizenship*, disponibile a http://globalsustain.org/files/ACM_BC_Corporate_Center.pdf.

Espinasse, P. (2011), *IPO: A Global Guide*, Hong Kong University Press, Hong Kong.

European Coalition for Corporate Justice (2014), *European parliament votes for rules on corporate accountability and business transparency*, Press release.

European Multistakeholder Forum on Corporate Social Responsibility (2004), *Final Report and Recommendations*, disponibile a www.businessseurope.eu/sites/buseur/files/media/imported/2004-01424-EN.pdf.

Falconieri, S., Murphy, A., Weaver, D. (2009), "Underpricing and Ex-Post Value Uncertainty", *Financial Management*, 38 (2), pp. 285-300.

Fasan, M. (2017), *Lo stato dell'arte del corporate reporting: Integrated Reporting*, Edizioni Ca' Foscari, Venezia.

Feldman, D. N. (2018), *Regulation A+ and Other Alternatives to a Traditional IPO: Financing Your Growth Business Following the Jobs Act*, John Wiley & Sons, Hoboken.

Fondazione Nazionale dei Commercialisti (2015), *GRI Sustainability Reporting Guidelines e IIRC Integrated Reporting Framework. Spunti di riflessioni su due principali standard di sustainability reporting*, disponibile a <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/862>.

Forestieri, G., Lazzari, V., Bonini, S., Zullo, R., Tirri, V., Geranio, M., Laruccia, E. (2003), *Il finanziamento delle imprese. Quale futuro?*, Bancaria Editrice, Roma.

Forestieri, G. (2020), *Corporate & investment banking*, 5° edizione, EGEA, Milano.

Fossati, S., Luoni, L., Tettamanzi, P. (2009), *Il bilancio sociale e la comunicazione con gli stakeholder*, Pearson, Milano.

Frederick, W. C. (1960), "The growing concern over business responsibility", *California Management Review*, 2, pp. 54-61.

Freeman, R. E. (1984), *Strategic Management: A stakeholder Approach*, Pitman, Boston.

Freeman, R. E., Rusconi, G., Dorigatti, M. (2007), *Teoria degli stakeholder*, FrancoAngeli, Milano.

Friedman, M. (1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits", *The New York Times Magazine*, 13, pp. 22-126.

Galant, A., Cadez, S. (2017), "Corporate social responsibility and financial performance relationship: a review of measurement approaches", *Economic reaserch- Ekonomska istraživanja*, 30 (1), pp. 676-693.

Gallardo-Vázquez, D., Sanchez-Hernandez, M. (2014), "Measuring Corporate Social Responsibility for competitive success at a regional level", *Journal of Cleaner Production*, 72 (1), pp.14-22.

Gallino, L. (2005), *L'impresa irresponsabile*, Einaudi, Torino.

Garriga, E., Mele, D. (2004), "Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory", *Journal of Business Ethics*, 53, pp.51-71.

Gatti, D. (2002), "Come fare il bilancio sociale: un modello di rendicontazione", *Prospettive sociali e sanitarie*, 19-20.

Geddes, R. (2005), *IPOs & equity offerings*, Butterworth-Heinemann, Oxford.

Georgen, M., Chahine, S., Wood, G., Brewster, C. (2019), "The relationship between public listing, context, multi-nationality and internal CSR", *Journal of Corporate Finance*, 57, pp. 122-141.

Girella, L. (2018), *The Boundaries in Financial and Non-Financial Reporting: A Comparative Analysis of their Constitutive Role*, Routledge, Milton.

Gjølborg, M. (2009), "Measuring the immeasurable?: Constructing an index of CSR practices and CSR performance in 20 countries", *Scandinavian Journal of Management*, 25 (1), pp. 10-22.

Gleason, K. C., Rosenthal, L., Wiggins III, R. A. (2005), "Backing into being public: an explanatory analysis of reverse takeovers", *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 54-79.

Global Reporting Initiative (2011), *Sustainability Reporting Guidelines*, disponibile a <https://www.mas-business.com/docs/G3.1-Guidelines-Incl-Technical-Protocol.pdf>.

Global Reporting Initiative (2013), *Reporting Principles and Standard Disclosure*, Amsterdam, Maggio 2013.

Global Reporting Initiative (2016), *GRI 101: principi di rendicontazione 2016*, disponibile a <https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>.

Global Reporting Initiative (2016), *GRI 102: informativa generale 2016*, disponibile a <https://www.globalreporting.org/standards/media/2122/italian-gri-102-general-disclosures-2016.pdf>.

Global Reporting Initiative (2017), *Mapping G4 to GRI Standards-DISCLOSURES-FULL OVERVIEW*, disponibile a <https://www.globalreporting.org/standards/media/1098/mapping-g4-to-the-gri-standards-disclosures-full-overview.pdf>.

Goergen M., Chahine, S., Wood, G., Brewster, C. (2017), "The relationship between public listing, context, multi-nationality and internal CSR", *Journal of Corporate Finance*, 57, pp. 122-141.

Goss, K. A. (2020), *Underpricing in the FinTech Industry Compared to Non-FinTech IPOs*, University of Central Florida.

Grasso, M. E. (2015), *Lineamenti di etica e diritto della sostenibilità*, Giuffrè Editore, Milano.

Gray, R., Kouhy, R., Lavers, S. (1995), "Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8 (2), pp. 47-77.

Gray, R. (2001), "Thirty years of social accounting, reporting and auditing: what (if anything) have we learnt?", *Business Ethics: A European Review*, 10 (1), pp. 9-15.

Greenstein, I. A., Korff, J.N., Reicin, C.V., Colbrand, P.L., Robinson, J.K. (2000), *An Insider's Guide to Going Public*, R. R. Donnelley and Sons Company, Chicago.

Gregoriu, G. N. (2006), *Initial Public Offerings (IPO): An International Perspective of IPOs*, Butterworth-Heinemann, Burlington.

Griffiths, M. (2011), *Comunicazione economica nell'impresa e bilancio sociale*, Edizioni Polistampa, Firenze.

Guthrie, J., Farneti, F. (2008), "GRI Sustainability Reporting by Australian Public Sector Organizations", *Public Money and Management*, 28 (6), pp. 361-366.

Hąbek, P. (2017), "CSR reporting practices in Visegrad Group Countries and the quality of disclosure", *Sustainability*, 9 (12), pp. 2322-2339.

Habib, M. A., Ljungqvist, A. P. (1998), "Underpricing and IPO proceeds: a note", *Economics Letters*, 61, pp. 381-383.

Haniffa, R. M., Cooke, T. E. (2005), "The impact of culture and governance on corporate social reporting", *Journal of Accounting and Public Policy*, 46, pp. 198-212.

Hanley, K. W. (1993), "The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon", *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 231-250.

Henderson, D. (2001), "*Misguided Virtue: False Notions of Corporate Social Responsibility*", The New Zealand Business Roundtable, Wellington, cit. in Gallino, L. (2005), *L'impresa irresponsabile*, p. 217.

Herbohn, K., Walker, J., Loo, H.Y.M. (2014), "Corporate Social Responsibility: The Link Between Sustainability Disclosure and Sustainability Performance", *Abacus*, 50 (4), pp. 422-459.

Hillier, D., Grinblatt, M., Titman, S. (2012), *Financial markets and corporate strategy*, McGraw-Hill, Boston.

Hinna, L., Coda, V. (2002), *Il bilancio sociale: scenari, settori e valenze; modelli di rendicontazione, sociale; gestione responsabile e sviluppo sostenibile; esperienze europee e casi italiani*, Il Sole 24 ORE, Milano.

Hopkins, M. (2005), "Measurement of corporate social responsibility", *International Journal of Management and Decision Making*, 6, pp. 213-231.

Huang, F., Xiang, L., Liu, R., Su, S., Qiu, H. (2019), "The IPO corporate social responsibility information disclosure: Does the stock market care?", *Accounting & Finance*, 59, pp. 2157-2198.

Hummel, K., Schlick, C. (2016), "The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure – Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory", *Journal of Accounting and Public Policy*, 35 (5), pp. 455-476.

Ibbotson, R. G. Jaffe, J. F. (1975), "'Hot Issue' Markets", *The Journal of Finance*, 30 (4), pp. 1027-1042.

Incollingo, A. (2015), *Le prime esperienze di bilancio integrato. Analisi e riflessioni*, G. Giappichelli, Torino.

Ingram, R. W. (1978), "An Investigation of the Information Content of (Certain) Social Responsibility Disclosures", *Journal of Accounting Research*, 16 (2), pp. 270-285.

Institute of Directors in Southern Africa (2009), *King Report on Governance for South Africa 2009*, disponibile a <https://www.iodsa.co.za/page/kingIII>.

Institute of Directors in Southern Africa (2016), *King IV Report on Corporate Governance for South Africa 2016*, disponibile a <https://www.iodsa.co.za/page/KingIVReport>.

International Integrated Reporting Council (IIRC) (2013), *Il Framework <IR> Internazionale*, disponibile a <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2014/04/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Italian.pdf>.

International Organization for Standardization (2010), *ISO 26000 Guidance on social responsibility*, disponibile a <https://www.iso.org/files/live/sites/isoorg/files/store/en/PUB100258.pdf>.

Ioannou, I., Serafeim, G. (2015), "The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics", *Strategic Management Journal*, 36 (7), pp. 1053-1081.

Istruzioni al regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a. in vigore dal 26 aprile 2021, disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/istruzioni/istruzioni-26042021.pdf>.

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 305-360.

Johnson, H. L. (1971), *Business in Contemporary Society: Framework and Issues*, Wadsworth Publishing, Belmont.

Jones, M. J. (1996), "Accounting for biodiversity: A pilot study", *The British Accounting Review*, 28 (4), pp. 281-303.

Jones, M. J. (2003), "Accounting for biodiversity: Operationalising environmental accounting", *Auditing & Accountability Journal*, 16 (5), pp. 762-789.

Jones, T. M. (1980), "Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined", *California Management Review*, 22 (3), pp. 59-67.

Jonker, J., De Witte, M. (2006), *Management Models for Corporate Social Responsibility*, Springer, Berlino.

Kim, M., Ritter, J. R. (1999), "Valuing IPOs", *Journal of Financial Economics*, 53 (3), pp. 409-437.

Kinderman, D. P. (2015), "The Struggle Over the EU Non-Financial Disclosure Directive", *WSI-Mitteilungen*, 8, pp. 613-621.

Kitzmueller, M., Shimshack, J. (2012), "Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility", *Journal of Economic Literature*, 50 (1), pp. 51-84.

Komenkul, K. Sherif, M., Xu, B. (2016), "Prospectus disclosure and the stock market performance of initial public offerings (IPOs): the case of Thailand", *Investment Management and Financial Innovations*, 13 (4), pp. 160-179.

Kon Business and Financial Advisor (2009), *Il mercato di Borsa per le PMI: AIM Italia. Il nuovo mercato per fare impresa. Nuovi strumenti finanziari a supporto delle piccole e medie imprese*, Il Sole 24 ORE, Milano.

Krippendorff, K. (2013), *Content analysis: an introduction to its methodology*, 3° edizione, Sage, Thousand Oaks.

Kruskal, W. H. (1952), "A nonparametric test for the several sample problem", *Annals of Mathematical Statistics*, 23 (4), pp. 525-540.

Kruskal, W. H., Wallis, W.A. (1952), "Use of ranks in one-criterion variance analysis", *Journal of the American Statistical Association*, 47 (260), pp. 583-621.

Kurucz, E., Colbert, B. A., Wheeler, D. (2008), "The Business Case for Corporate Social Responsibility", *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, pp. 83-112.

Lacchini, M., Trequattrini, R. (2004), *Responsabilità amministrativa delle imprese e bilancio sociale*, Aracne Editrice, Roma.

Lamberton, G. (2000), "Accounting for Sustainable Development: A Case Study of City Farm", *Critical Perspectives on Accounting*, 11 (5), pp. 583-605.

Landrum, N. E., Ohsowski, B. (2018), "Identifying Worldviews on Corporate Sustainability: A Content Analysis of Corporate Sustainability Reports", *Business Strategy and the Environment*, 27 (1), pp. 128-151.

Leardini, C. (2003), *L'economia della quotazione in Borsa. Profili economico-aziendali*, Cedam, Padova.

Leland, H. E, Pyle, D. H. (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, 32 (2), pp. 371-387.

Leoci, P. (2007), *Imprese, ambiente e qualità della vita: i bilanci di sostenibilità*, Cacucci Editore, Bari.

Leoci, P. (2012), *La responsabilità sociale delle aziende e il bilancio sociale: novità e prospettive*, Cacucci Editore, Bari.

Leone, A. J., Rock, S., Willenborg, M. (2007), "Disclosure of Intended Use of Proceeds and Underpricing in Initial Public Offerings", *Journal of Accounting Research*, 45 (1), pp. 111-153.

Li, R., Hu, F. (2020), "Public Listing and Corporate Social Responsibility from a Sustainability Risk Management Perspective", *Amfiteatru Economic*, 22 (55), pp. 808-822.

Liera, M., Beltratti, A. (2000), *Capire la Borsa. Guida all'investimento azionario globale nell'era di Internet*, Il Sole 24 ORE, Milano.

Lin, L., Hung, P. H., Chou, D. W., Lai, C. W. (2019), "Financial performance and corporate social responsibility: Empirical evidence from Taiwan", *Asia Pacific Management Review*, 24 (1), pp. 61-71.

Lindgreen, A., Swaen, V. (2010), "Corporate Social Responsibility", *International Journal of Management Reviews*, 12 (1), pp. 1-7.

Ljungqvist, A., Nanda, V., Singh, R. (2006), "Hot markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing", *The Journal of Business*, 79 (4), pp. 1667-1702.

Lombardi, M. F. S., Leal, C.C., Basso, L.F. (2010), "The activity of Natura from the perspective of sustainable development and of corporate social responsibility", *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 8, pp. 165-182.

Lombardo, S. (2011), *Quotazione in Borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Giuffrè Editore, Milano.

Loprevite, S., Raucci, D., Rupo, D. (2020), "KPIs Reporting and Financial Performance in the Transition to Mandatory Disclosure: The Case of Italy", *Sustainability*, 12, pp. 5195-5218.

Loughran, T., Ritter, J. R. (2002), "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?", *The Review of Financial Studies*, 15 (2), pp. 413-443.

Loughran, T., Ritter, J. (2004), "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?", *Financial Management*, 33 (3), pp. 5-37.

Lowry, M., Officer, M. S., Schwert, G.W. (2010), "The Variability of IPO Initial Returns", *The Journal of Finance*, 65 (2), pp. 425-465.

Lucantoni, P. (2020), *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolamentato*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano.

Luque-Vílchez, M., Larrinaga, C. (2016), "Reporting Models do not Translate Well: Failing to Regulate CSR Reporting in Spain", *Social and Environmental Accountability Journal*, 36 (1), pp. 56-75.

Macey, J., O'Hara, M., Pompilio, D. (2008), "Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process", *Journal of Law and Economics*, 51 (4), pp. 683-713.

Mahjoub, L.B. (2019), "Disclosure about corporate social responsibility through ISO 26000 implementation made by Saudi listed companies", *Cogent Business & Management*, 6 (1), pp. 1-23.

Mallin, C. A. (2009), *Corporate Social Responsibility: A Case Study Approach*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

Marangu, F. K., Moronge, M. (2013), "An analysis of a successful initial public offering (IPO) among Nairobi Security Exchange listed companies", *International Journey of Social Sciences and Entrepreneurship*, 1 (7), pp. 13-25.

Marano, M. (2006), *L'accountability e i processi informativi dell'impresa sociale alla luce del D.Lgs. 155/2006*, Facoltà di Economia dell'Università di Bologna, Working paper No. 38.

Marziantonio, R., Tagliente, F. (2003), *Il bilancio sociale nella gestione d'impresa responsabile: scelte economiche dell'uomo e dell'ambiente*, Maggioli Editore, Santarcangelo di Romagna.

McGuire, J. W. (1963), *Business and Society*, McGraw-Hill, New York.

McGuire, J. B., Sundgren, A., Schneeweis, T. (1988), "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance", *The Academy of Management Journal*, 31 (4), pp. 854-872.

McWilliams, A, Siegel, D.S. (2000), "Research notes and communications. Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?", *Strategic Management Journal*, 21 (5), pp. 603-609.

McWilliams, A, Siegel, D. S., Wright, P. M. (2006), "Corporate Social Responsibility: Strategic Implications", *Journal of Management Studies*, 43 (1), pp.1-18.

Megginson, W. L., Weiss, K. A. (1991), "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *The Journal of Finance*, 46 (3), pp. 879-903.

Michaely, R., Shaw, W. H. (1994), "The Pricing of Initial Public Offerings – Tests of Adverse-Selection and Signalling Theories", *Review of Financial Studies*, 7 (2), pp. 279-319.

Michelon, G., Pilonato, S., Ricceri, F. (2015), "CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis", *Critical Perspectives on Accounting*, 33, pp. 59-78.

Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali (2003), *Progetto CSR-SC. Il contributo italiano alla campagna di diffusione della CSR in Europa*, disponibile a <http://bancadati.italialavoro.it/bdds/download?fileName=8f6619ba-0261-4124-ba2a-416aae427ca9.pdf&uid=8f6619ba-0261-4124-ba2a-416aae427ca9>.

Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali (2005), *Responsabilità Sociale delle Imprese: Esempi di buone pratiche italiane*, disponibile a [https://www.frareg.com/cms/wp-content/uploads/CSR it best practices.pdf](https://www.frareg.com/cms/wp-content/uploads/CSR_it_best_practices.pdf).

Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali e Ministero dello Sviluppo Economico, *Piano Nazionale sulla responsabilità sociale d'impresa*, disponibile a <https://www.unioncamere.gov.it/csr/P42A0C939S370/Piano-Nazionale-RSI-2012---2014.htm>.

Mio, C. (2005), *Corporate Social Responsibility e sistema di controllo: verso l'integrazione*, FrancoAngeli, Milano.

Mio, C. (2013), *Towards a sustainable University: the Ca' Foscari experience*, Palgrave Macmillan, New York.

Mion, G., Loza Adai, C.R. (2019), "Mandatory Nonfinancial Disclosure and Its Consequences on the Sustainability Reporting Quality of the Italian and German Companies", *Sustainability*, 11, pp. 4612-4639.

Moneva, J. M., Archel, P., Correa, C. (2006), "GRI and the camouflaging of corporate unsustainability", *Accounting Forum*, 30, pp. 121-137.

Mosca, F., Civera, C. (2017), "The Evolution of CSR: An Integrated Approach", *Emerging Issues in Management*, 1, pp. 16-35.

Moura-Leite, R. C., Padgett, R. C. (2011), "Historical background of corporate social responsibility", *Social Responsibility Journal*, 7 (4), pp. 528-539.

Muñoz, R. M., Fernández, M. V., Salinero, Y. (2021), "Sustainability, Corporate Social Responsibility, and Performance in the Spanish Wine Sector", *Sustainability*, 13 (1), 7.

Murray, A., Sinclair, D., Power, D., Gray, R. (2006), "Do financial markets care about social and environmental disclosure? Further evidence and exploration from the UK", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19 (2), pp. 228-255.

Nelling, E., Webb, E. (2009), "Corporate social responsibility and financial performance: the "virtuous circle" revisited", *Review of Quantitative Finance Accounting*, 32 (2), pp. 197-209.

Nigro, C., Iannuzzi, E., Cortese, F., Petracca, M. (2015), *The relationship between corporate social responsibility and financial performance. An empirical analysis on a sample of Italian listed firms*, 8th Annual Conference of the EuroMed Academy of Business, Verona, 16-18 settembre 2015.

Nofsinger, J. R., Sulaeman, J., Varma, A. (2019), "Institutional investors and corporate social responsibility", *Journal of Corporate Finance*, 58, pp. 700-725.

Ofek, E., Richardson, M. (2003), "Dotcom Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices", *Journal of Finance*, 58, pp. 1113-1138.

Organismo Italiano di Valutazione (2016), "Le valutazioni a fini di IPO", Discussion Paper, 2 dicembre 2016.

Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (2011), *Linee Guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali*, disponibile a <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesITALIANO.pdf>.

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, 53 (1), pp. 27-64.

Paris, A. (2003), *Il ruolo del rendiconto etico-ambientale nel sistema della comunicazione aziendale*, Cedam, Padova.

Park, H. D., Patel, P. C. (2015), "How Does Ambiguity Influence IPO Underpricing? The Role of the Signalling Environment", *Journal of Management Studies*, 52 (6), pp. 796-818.

Parlamento Europeo (2000), *Consiglio Europeo Lisbona 23 e 24 marzo 2000: Conclusioni della presidenza*, disponibile a https://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_it.htm.

Patten, D. M. (1992), "Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: A note on legitimacy theory", *Accounting, Organizations and Society*, 17 (5), pp. 471-475.

Perrini, F. (1999), *Le nuove quotazioni alla Borsa Italiana. Evidenze empiriche delle PMI*, EGEA, Milano.

Perrini, F. (2000), *La gestione della quotazione per valorizzare le PMI: STAR, il nuovo segmento di Borsa, e il nuovo mercato*, EGEA, Milano.

Perrini, F. (2006), "The Practitioner's Perspective on Non-Financial Reporting", *California Management Review*, 48 (2), pp. 73-103.

Perulli, A. (2013), *La responsabilità sociale dell'impresa: idee e prassi*, Il Mulino, Bologna.

Philip, L. C. (1984), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance", *The Academy of Management Journal*, 27 (1), pp. 42-56.

Petrolati, P. (1999), *Il bilancio sociale di impresa verso i lavoratori. La risorsa umana e l'informativa aziendale*, CLUEB, Bologna.

Porter, M. E., Kramer, M.R. (2006), "Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility", *Harvard Business Review*, 84, pp. 78-92.

Quagli, A. (2004), *Comunicare il futuro. L'informativa economico-finanziaria di tipo previsionale delle società quotate italiane*, FrancoAngeli, Milano.

Ranghieri, F. (1998), *La comunicazione ambientale e l'impresa*, Il Mulino, Bologna.

Raucci, D., Tarquinio, L. (2020), "Sustainability Performance Indicators and Non-Financial Information Reporting. Evidence from the Italian Case", *Administrative Sciences*, 10 (1), pp. 13-29.

Regalli, M. (2000), *La quotazione delle small cap ed il ruolo degli intermediari*, G. Giappichelli, Torino.

Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a in vigore dal 26 aprile 2021 deliberato dal Consiglio di Amministrazione del 26 marzo 2020 e approvato dalla Consob con delibera n. 21350 del 6 maggio 2020, disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/regolamenti/regolamentodei-mercato-26042021.pdf>.

Regoliosi, C. (2006), *Dalla socialità dell'impresa all'impresa sociale*, FrancoAngeli, Milano.

Reich, R. B. (2008), *Supercapitalismo. Come cambia l'economia globale e i rischi per la democrazia*, Fazi Editore, Roma.

Ritter, J. R. (1984), "The "Hot Issue" Market of 1980", *The Journal of Business*, 57 (2), pp. 215-240.

Ritter, J. R., Welch, I. (2002) "A review of IPO activity, pricing and allocations", *Journal of Financial Economics*, 57 (4), pp. 1795-1828.

Roberts, R. W. (1992), "Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory", *Accounting, Organizations and Society*, 17 (6), pp. 595-612.

Rock, K. (1986), "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics*, 15 (1-2), pp. 187-212.

Romolini, A. (2007), *Accountability e bilancio sociale degli enti locali*, FrancoAngeli, Milano.

Rosenberg, M. J. (2002), "Misguided Virtue: False Notions of Corporate Social Responsibility (Book Review)", *International Affairs (Royal Institute of International Affairs)*, 78 (2), pp. 393-394.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B.D. (2008), *Corporate Finance Fundamentals*, McGraw-Hill, New York.

Rusconi, G. (2006), *Il bilancio sociale. Economia, etica e responsabilità dell'impresa*, Ediesse, Roma.

Ruud, J. S. (1993), "Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle", *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 135-151.

Rydqvist, K. (1997), "IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation", *Journal of Banking and Finance*, 21, pp. 295-313.

Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., Saeidi, S. A. (2015) "How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction", *Journal of Business Research*, 68 (2), pp. 341-350.

Santioso, L., Bangun, N., Yuniarwati, Y. (2020), "Factors Affect Company Value in Manufacturing Companies Listed in Indonesia Stock Exchange", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 22 (1), pp. 1-12.

Samy, M, Odemilin, G., Bampton, R. (2010), "Corporate social responsibility: a strategy for sustainable business success. An analysis of 20 selected British companies", *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 10 (2), pp. 203-217.

Sampong, F., Song, N., Boahene, K.O., Wadie, K.A. (2018), "Disclosure of CSR Performance and Firm Value: New Evidence from South Africa on the Basis of the GRI Guidelines for Sustainability Disclosure", *Sustainability*, 10 (12).

Samy, M., Godwin, O., Bampton, R. (2010), "Corporate social responsibility: A strategy for sustainable business success. An analysis of 20 selected British companies", *Corporate Governance*, 10 (2), pp. 203-217.

Schrand, C., Verrecchia, R. E. (2004), *Disclosure Choice and Cost of Capital: Evidence from Underpricing in Initial Public Offerings*, University of Pennsylvania, Philadelphia, PA.

Schwartz, M., Carroll, A. B. (2003), "Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach", *Business Ethics Quarterly*, 13 (4), pp. 503-530.

Sciarelli, S. (2007), *Etica e responsabilità sociale nell'impresa*, Giuffrè Editore, Milano.

Shehata, N. F. (2014), "Theories and determinants of voluntary disclosure", *Accounting and Finance Research*, 3(1), pp. 18-26.

Sherman, A. E. (2005), "Global trends in IPO methods: Book building versus auctions with endogenous entry", *Journal of Financial Economics*, 78 (3), pp. 615-649.

Siano, A., Conte, F. (2018), *La sostenibilità viaggia nel web: valutare e migliorare la comunicazione delle organizzazioni sostenibili nell'era della digital analytics*, FrancoAngeli, Milano.

Sistema Statistico Nazionale Istituto Nazionale di Statistica (ISTAT), *Classificazione delle attività economiche Ateco 2007*, disponibile a https://www.istat.it/it/files/2011/03/metenorme09_40classificazione_attivita_economiche_2007.pdf.

Smith, A. (1776), *An inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, W. Strahan and T. Cadell, Londra.

Sobrero, R. (2016), *Comunicazione e sostenibilità*, EGEA, Milano.

Steccolini, I. (2004), *Accountability e sistemi informativi negli enti locali. Dal rendiconto al bilancio sociale*, G. Giappichelli, Torino.

Stoughton, N., Zechner, J. (1997), "IPO-mechanisms, monitoring and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 45-77.

Taranto, M. A. (2003), *Employee Stock Options and the Underpricing of Initial Public Offerings*, unpublished working paper, University of Pennsylvania.

Tarmuji, I., Maelah, R., Tarmuji, N.H. (2016), "The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score", *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7 (3), pp. 67-74.

Tasca, G., Giacometti, L., Paci, S., Passera, C., Perrone, L. (2020), *La SPAC tra Diritto, Finanza e Impresa*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano.

Taulli, T. (2000), *Investire negli IPO*, Bloomberg Investimenti, EGEA, Milano.

Taulli, T. (2012), *High-Profit IPO Strategies. Finding Breakout IPO for Investors and Traders*, 3^a edizione, Bloomberg Press, USA.

Thaler, R. (1985), "Mental Accounting and Consumer Choice", *Marketing Science*, 4, pp. 199-214.

Too, S. W., Yusoff, W. F. W. (2015), "Exploring intellectual capital disclosure as a mediator for the relationship between IPO firm-specific characteristics and underpricing", *Journal of Intellectual Capital*, 16 (3), pp- 639-660.

Trisnadewi, A. A. E., Amlayasa, A. (2020), "Corporate Values: The Role of Corporate Social Responsibility, Managerial Ownership and Profitability in Indonesia", *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 4 (7), pp. 279-287.

Troina, G. (2001), *L'impresa e la gestione ambientale*, Il Sole 24 ORE, Milano.

Turker, D. (2009), "Measuring Corporate Social Responsibility: A Scale Development Study", *Journal of Business Ethics*, 85, pp. 411-427.

Turker, D. (2018), *Managing Social Responsibility: Functional Strategies, Decisions and Practices*, Springer, Cham.

Unioncamere (2006), *La responsabilità sociale delle imprese e gli orientamenti dei consumatori*, FrancoAngeli, Milano.

Università Ca' Foscari Venezia Dipartimento di Management (2019), *Politiche Finanziarie e Strategie di Investimento*, McGraw-Hill, New York.

Università degli Studi di Bari Aldo Moro (2019), *La responsabilità sociale d'impresa tra diritto societario e diritto internazionale*, M. Castellaneta e F. Vessia (a cura di), Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli.

Università degli Studi di Teramo (2009), *La responsabilità sociale di impresa in Europa*, P. Acconci (a cura di), Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli.

Università di Catania (2013), *La responsabilità sociale dell'impresa*, V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo (a cura di), G. Giappichelli, Torino.

Venturelli, A., Caputo, Corsma, S., F., Leopizzi, R., Pizzi, S. (2017), "Directive 2014/95/EU: Are Italian Companies Already Compliant?", *Sustainability*, 9, pp. 1385-1403.

Verrecchia, R. E. (1983), "Discretionary disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp. 179-194.

Visser, W. (2012), *The Future of CSR: Towards Transformative CSR, or CSR 2.0*, Kaleidoscope Futures Paper Series, 1.

Waddock, S. A., Graves, S.B. (1997), "The corporate social performance-financial performance link", *Strategic Management Journal*, 18 (4), pp. 303-319.

Walton, C. C. (1967), *Corporate Social Responsibilities*, Wadsworth Publishing, Belmont.

Weber, M. (2008), "The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR", *European Management Journal*, 26 (4), pp. 247-261.

Welch, I (1992), "Sequential sales, learning and cascades", *Journal of Finance*, 47, pp. 695-732.

Werther, W. B., Chandler, D. (2011), *Strategic Corporate Social Responsibility: Stakeholders in a Global Environment*, SAGE Publications, Los Angeles.

Wołoszyn, A., Zarzecki, D. (2013), "The impact of the January effect on the IPO underpricing in Poland", *Folia Oeconomica Stetinensia*, 13 (1), pp. 121-135.

World Commission on Environment and Development (1987), *Our Common Future*, disponibile a <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>.

Wu, L., Zhen, S., Changhui, Y., Tao, D., Wan, Z. (2020), "The Impact of CSR and Financial Distress on Financial Performance- Evidence from Chinese Listed Companies of the Manufacturing Industry", *Sustainability*, 12 (17), pp. 6799-6817.

Yong, O., Isa, Z. (2003), "Initial performance of new issues of shares in Malaysia", *Applied Economics*, 35 (8), pp. 919-930.

Zadek, S., Pruzan, P., Evans, R. (1997), *Building Corporate Accountability: Emerging Practices of Social and Ethical Accounting, Auditing and Reporting*, Earthscan, Londra.

Zamagni, S. (2003), "L'impresa socialmente responsabile nell'epoca della globalizzazione", *Notizie di Politeia*, XIX, 72, pp. 28-42.

Zhang, P. (2009), "Uniform price auctions and fixed price offerings in IPOs: an experimental comparison", *Experimental Economics*, 12, pp. 202-219.

Zuraida, Z., Sugianto, S. (2019), "An Inherent Ambiguity of CSR Disclosure Concept: Evidence from IPO Prospectus of Indonesian Listed Companies", *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, 292, pp. 437-445.

SITOGRAFIA

AIDA, <https://aida.bvdinfo.com>.

Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/europe>.

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it>.

Commissione europea, <https://ec.europa.eu>.

Commissione Mondiale sull'Ambiente e sullo Sviluppo (WCED),
<https://sustainabledevelopment.un.org>.

Committee for Economic Development, www.ced.org.

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob), www.consob.it.

Ernst & Young, <https://www.ey.com/it>.

Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti,
<https://www.fondazioneazionalecommercialisti.it>.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, <https://www.gazzettaufficiale.it>.

Gruppo di Studio per il Bilancio Sociale, <http://www.gruppobilanciosociale.org>.

Google Scholar, <https://scholar.google.com>.

GRI, www.globalreporting.org.

Integrated Reporting, <https://integratedreporting.org>.

International Integrated Reporting Council (IIRC), www.integratedreporting.com.

International Labour Organization (ILO), www.ilo.org.

Integrated Reporting Committee (IRC) of South Africa, www.integratedreportingsa.com.

ISTAT, <https://www.istat.it>.

JSTOR, <https://www.jstor.org>.

Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, <https://www.lavoro.gov.it>.

Organismo Italiano di Valutazione (OIV), <https://www.fondazioneoiv.it>.

Organizzazione delle Nazioni Unite (ONU), <https://unric.org/it>.

Osservatorio DNF, www.osservatoriodnf.it.

Senato della Repubblica, www.senato.it.

Stata: Software for Statistics and Data Science, <https://www.stata.com>.

UN Environment Programme (UNEP), <https://www.unep.org>.

Unioncamere, www.unioncamere.gov.it.

United Nations Global Compact, www.unglobalcompact.org.

World Business Council for Sustainable Development, www.wbcsd.org.