



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

**Finanza ed impatto sociale: la crescente
importanza dei criteri della ESG nelle imprese
quotate**

Relatore:

Laura Rondi

Candidato:

Giuseppe Giorgio

Anno Accademico 2020/2021

Sommario

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO 1.....	4
SOSTENIBILITA' NEL MONDO AZIENDALE: EVOLUZIONE NEL TEMPO E CENNI SUI RATING ESG.....	4
1.1. CSR (Corporate Social Responsibility): definizione e caratteristiche.....	4
1.2. Dalla CSR ai criteri ESG.....	9
1.3. Come le tematiche esg diventano materiale finanziario.....	14
1.4. ESG rating.....	17
CAPITOLO 2.....	34
REGOLAMENTAZIONE, NORMATIVE ED INIZIATIVE ESG NEL MONDO.....	34
2.1. Il ruolo dell'ONU.....	34
2.2. Il ruolo dell'UE.....	43
2.3. Le Iniziative della CONSOB.....	62
2.4. Lo stato della finanza sostenibile negli Stati Uniti.....	64
2.5. Regolamentazione nei mercati asiatici.....	68
CAPITOLO 3.....	76
COME L'ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA VALUTA I CRITERI ESG.....	76
3.1. Criteri ESG nelle aziende.....	76
3.2. ESG ed investitori.....	88
3.3. Recenti dibattiti sulle tematiche ESG.....	91
CAPITOLO 4.....	94
ANALISI EMPIRICA.....	94
4.1. Osservatorio ESG ("Il Sole 24 Ore").....	94
4.2. Il segmento sostenibile di Borsa Italiana.....	103
4.3. Analisi dei dati.....	104
CONCLUSIONI.....	132
Bibliografia.....	134
Sitografia.....	137

INTRODUZIONE

L'obiettivo di questo lavoro è quello di individuare le caratteristiche principali dei criteri della ESG (Environmental, Social e Governance) e descrivere la crescente importanza che questi stanno assumendo nel panorama economico-finanziario.

Nel primo capitolo dell'elaborato vi è una presentazione di come si sia arrivati alla definizione dei criteri ESG, partendo da una prima analisi della CSR (Corporate and Social Responsibility), un concetto più ampio e generale da cui poi sono stati definiti i criteri stessi. In questa prima parte si descrive come una tematica inerente la sostenibilità ambientale e sociale possa diventare materiale finanziariamente ed economicamente rilevante. Infine, un altro aspetto molto importante trattato nel primo capitolo riguarda i rating ESG forniti dalle varie agenzie. In particolare, è messa in luce l'assenza di una metodologia di valutazione aziendale comune alle varie agenzie fornitrici di rating ESG e di come questa mancanza possa impattare sulla performance economica e finanziaria delle stesse aziende.

Nel contesto appena delineato, risulta fondamentale una presentazione dello stato delle normative e delle regolamentazioni messe in atto a livello mondiale. Infatti, l'attenzione attribuita dai vari stati mondiali alle tematiche inerenti i vari aspetti della sostenibilità funge da incentivo per le aziende ad adottare strategie che considerino lo sviluppo sostenibile tra i principali obiettivi da raggiungere. Inizialmente è presentata l'azione dell'ONU in materia di economia e finanza sostenibile, successivamente si passa prima alla definizione ed alla descrizione delle normative e delle regolamentazioni messe in atto dall'Unione Europea ed in seguito si considerano le azioni proposte dalla CONSOB in Italia. Ai fini di una presentazione completa, sono presentate le principali normative attuate negli Stati Uniti e nei mercati Asiatici.

Dopo una prima parte prettamente descrittiva, l'elaborato presenta il punto di vista dell'analisi economico-finanziaria circa le tematiche ESG. Sono passati in rassegna vari articoli pubblicati negli ultimi anni e, se ne mettono in mostra le principali evidenze a cui i vari studiosi sono giunti. Come verrà mostrato in seguito, l'aspetto più importante che viene fuori da questa analisi è che vari risultati sono stati messi in luce e che altrettanti ne verranno fuori negli anni a seguire in quanto il fenomeno dei criteri della ESG è un fenomeno in rapida crescita e sviluppo in questi anni.

In ultima battuta sono svolte due analisi empiriche su due campioni di aziende selezionate tra le imprese quotate su Borsa Italiana. Il fine di queste analisi è quello di riscontrare eventuali relazioni statisticamente significative tra performance e sostenibilità aziendale. Molto importante in questo ultimo capitolo è anche la presentazione di un questionario sulla sostenibilità proposto alle aziende quotate dal quotidiano "Il Sole 24 Ore".

CAPITOLO 1

SOSTENIBILITA' NEL MONDO AZIENDALE: EVOLUZIONE NEL TEMPO E CENNI SUI RATING ESG

Con il presente capitolo s'intende descrivere la crescente importanza che le tematiche CSR ed i criteri ESG hanno assunto nel mondo delle imprese, soffermando l'attenzione sui rating ESG e sulla mancanza di una metodologia comune ai vari providers nel valutare un'impresa.

Il ruolo delle aziende è centrale nella società e, nelle ultime decadi si è riscontrato un crescente interesse delle stesse verso tematiche riguardanti l'intera collettività.

A seguito della pressione dei media, di disastri ambientali e di regolamenti messi in atto dai governi, queste imprese hanno capito che alcuni loro tipici modi di operare che impattavano negativamente sull'ambiente o sul sociale avrebbero dovuto essere rivisti ai fini di una sopravvivenza e di un futuro in crescita dal punto di vista aziendale.

Attualmente non c'è nessun settore o tipo di business che non abbia dovuto fronteggiare questa richiesta di maggior sostenibilità sociale ed ambientale, basti pensare che sono stati "coinvolti" anche settori come quello bancario, del turismo, della ristorazione e dell'intrattenimento.

1.1. CSR (Corporate Social Responsibility): definizione e caratteristiche¹

Tra le imprese si è diffuso il concetto di Corporate Social Responsibility (CSR) e, molte aziende sia grandi che piccole hanno promosso questo concetto all'interno delle varie aree, dal marketing alla contabilità e alla finanza.

Si potrebbe dire però, che questa attenzione alla CSR sia un tema "riciclato" e già presente in passato, basti pensare al periodo post Rivoluzione Industriale in cui si iniziò a porre l'enfasi su argomenti inerenti la sicurezza e la salute dei lavoratori.

L'interessamento a tematiche sociali non è caratteristico solo delle aziende occidentali, infatti, ad esempio, in India ci sono alcune aziende che da circa cento anni sono molto sensibili a temi

¹ **Fonte:** Cheng B. , Ioannous I. , Serafeim G. , (28 Novembre 2014) ,*Corporate Social Responsibility and access to finance*, Strategic Management Journal, 35 (1): 1-23

Eccles R. , Ioannou I. , Serafeim G. , (1 Febbraio 2017) ,*The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Management Science, Volume 60, Issue 11, pp. 2835-2857 .

incentrati su un business sostenibile e, risulta molto importante l'attività filantropica delle aziende.

Di fianco alla crescita delle politiche della CSR si registra la costituzione di veri e propri movimenti CSR che hanno come fine ultimo quello di favorire la crescita della popolarità di queste tematiche. Inoltre, ci sono molte associazioni settoriali che cercano di creare delle sinergie tra le varie aziende interessate e sensibili alla CSR.

1.1.1. Caratteristiche della CSR

Ci sono 6 principali caratteristiche che riguardano la CSR:

- Volontaria: molte imprese hanno sviluppato degli organismi di autoregolazione CSR. L'Unione Europea ha rivisto la definizione di CSR arrivando ad un concetto di imprese integrate ed impegnate in una causa sociale ed ambientale che portano avanti queste tematiche in maniera volontaria interagendo con i propri stakeholder.
- Internalizzazione e gestione delle esternalità: le esternalità possono essere positive e negative ma, il loro effetto non è incluso nel prezzo di mercato di beni e servizi. La regolamentazione può imporre alle imprese di internalizzare i costi delle esternalità ma le CSR potrebbero rappresentare un approccio più volontario di gestire le esternalità. Molte delle attività della CSR hanno a che fare con queste esternalità che includono tra le altre anche la gestione dei diritti umani, violazioni nella forza lavoro, minimizzazione delle emissioni di carbone ...
- Orientamento multiplo degli stakeholder: l'assunzione che le imprese abbiano delle responsabilità nei confronti degli shareholders non è contestata. Allo stesso tempo però le imprese hanno responsabilità nei confronti di altre figure come ad esempio consumatori, lavoratori, fornitori e comunità locali.
- Allineamento con le responsabilità sociali ed economiche: mentre alcuni pensano che il CSR possa avere un focus che vada oltre l'interesse degli shareholders e la profittabilità altri non sono dello stesso avviso. Molte definizioni di CSR sottolineano che, seppur si tratti di interessi personali, questi sono allineati con le responsabilità sociali ed economiche.
- Pratiche e valori: il CSR rappresenta una serie di pratiche di business e di strategie che hanno a che fare con questioni sociali. I valori presenti nella CSR rappresentano il motivo per cui c'è tanto disaccordo su tale argomento.

- Oltre la filantropia: in molte regioni del mondo la CSR riguarda essenzialmente la filantropia, ma il dibattito corrente ha messo in evidenza che la CSR in realtà è più della semplice filantropia, arrivando a focalizzarsi su come tutte le attività dell'impresa abbiano un impatto sulla società. L'obiettivo, quindi, è quello di far sì che la CSR non rappresenti un'attività discrezionale ma sia qualcosa da includere all'interno del core business di un'azienda.

1.1.2. CSR in Contesti Differenti

Come abbiamo visto, ci sono varie definizioni e prospettive riguardanti la CSR, questo perché rappresenta una tematica affrontata in diversi contesti organizzativi. Quindi vediamo ora il ruolo e la rilevanza della CSR nei tre principali settori dell'economia moderna: settore privato, settore pubblico e settore civile.

Settore privato

L'ambito principale di applicazione della CSR è quello delle industrie.

Si considera la CSR come un concetto applicato alle grandi imprese, tipicamente possedute da azionisti e gestite da manager. Le grandi aziende che vogliono sposare la causa del socialmente responsabile dovrebbero avere politiche ben definite e ben gestite. Queste politiche sono tradotte in codici di comportamento per i lavoratori o per i fornitori e descritte poi minuziosamente all'interno di un report annuale.

Concentrandoci invece sulle piccole-medie imprese, si nota una struttura differente con una tendenza a non comunicare all'esterno le loro attività CSR. Queste imprese hanno una struttura più informale dovuta alla mancanza di necessità di una struttura più burocratica ed alla prossimità dei business partners e degli stakeholders. In questi ambienti la chiave delle relazioni è costituita dai rapporti personali che si vengono ad instaurare tra il proprietario ed il manager e tra i lavoratori.

Le attività CSR svolte, quindi, non vengono solitamente descritte all'interno di un report.

Settore pubblico

Si potrebbe pensare che la CSR non sia una questione del settore pubblico, eppure nei paesi più industrializzati i governi forniscono una grande quantità di beni e servizi e, addirittura in alcuni paesi, questa fornitura pubblica si avvicina a circa il 40-50% del PIL. Infatti, la richiesta sempre più forte posta alle imprese di essere attive dal punto di vista del socialmente responsabile ha indotto e spinto a seguire questa strada anche alle imprese nelle mani del settore pubblico.

La richiesta di perseguire obiettivi socialmente sostenibili è ancora più forte nel settore pubblico, basti pensare alle organizzazioni pubbliche che, per definizione, nascono come entità no-profit e, per tale ragione dovrebbero essere molto più sensibili a queste tematiche sociali. Inoltre, le dimensioni di molte entità pubbliche e di molte agenzie che si presentano con posizioni monopolistiche in molti settori, hanno fatto sì che le stesse avessero un impatto che vada ben oltre rispetto a quello che avrebbe avuto una grande azienda. Di conseguenza, la pressione e le richieste nel settore pubblico per un comportamento socialmente responsabile è cresciuta molto. Molto importante è anche l'attività di promozione della CSR da parte dei governi.

Settore civile ed organizzazioni

Stiamo parlando di organizzazioni che hanno obiettivi sociali. Molte delle richieste per un maggior impegno sociale sono state portate all'attenzione da organizzazioni come "Greenpace", "Save the Children" ed "Amnesty International". In maniera sempre più frequente, le aziende che hanno intrapreso questo impegno sociale hanno accettato di ricevere le critiche di queste organizzazioni sociali (CSOs- Civil Society Organizations). Infatti, in un numero considerevole di casi, questo fenomeno ha comportato una variazione dei rapporti tra imprese e società civili (CSOs). Con il tempo, si sono registrati sempre più eventi in cui le CSOs hanno costruito partnership con imprese per ottenere un comportamento più socialmente responsabile da parte delle imprese stesse. Con queste partnership, le imprese possono utilizzare e mettere a disposizione ingenti risorse finanziarie mentre le CSOs possono offrire la loro esperienza nel pubblico.

Un'altra forma di organizzazione attiva nell'ambito del socialmente sostenibile è rappresentata dalle imprese sociali. Le imprese sociali e gli imprenditori sociali hanno un chiaro obiettivo primario di beneficio sociale o ambientale, sebbene queste operino nel settore privato.

Sia le CSOs che le imprese sociali devono essere trasparenti soprattutto per quanto riguarda i finanziamenti, le loro strategie e le informazioni su come portano avanti la causa sociale.

1.1.3. CSR nelle varie regioni del mondo

Il significato di CSR non differisce soltanto di settore in settore ma differisce anche da regione a regione. È molto importante cercare di capire il contesto nazionale e regionale in cui le aziende adoperano le pratiche CSR.

CSR nei paesi sviluppati

Il linguaggio e la messa in pratica della CSR sono emersi per la prima volta negli Stati Uniti. La società Americana, infatti, è caratterizzata da mercati non regolati di lavoro e capitale, da bassi livelli di benessere sociale e da un alto livello di libertà e di responsabilità individuale. La filantropia ha una certa priorità all'interno del mondo industriale americano, basti pensare che il

contributo delle aziende americane per la causa sociale è circa dieci volte maggiore del contributo sociale delle imprese inglesi.

Negli altri paesi, su tutti Europa, Asia e Australia c'è una tendenza al perseguire ed affrontare le problematiche sociali tramite politiche di governo ed azioni collettive. La CSR per le imprese europee ha iniziato ad avere un ruolo importante quando le stesse hanno condotto delle operazioni all'estero ed è quindi giusto dire che le grandi multinazionali rappresentano gli attori principali della CSR in Europa.

Paesi come Giappone, Corea del Sud, Taiwan sono considerati molto simili all' Europa per quanto riguarda l'impegno istituzionale per la CSR. Queste economie sono caratterizzate da un alto livello di imprese nelle mani di banche e di istituzioni, oltre che dalla presenza di sistemi di controllo e coordinazione basati su relazioni di lungo termine. Le ragioni alla base della grande attenzione per la CSR in Europa ed in questi paesi sono molteplici. Innanzitutto, le grandi multinazionali hanno iniziato a dare importanza al tema della CSR in paesi con un sistema legale e con un intervento sociale dello stato molto deboli.

In UK ci sono state riforme radicali che hanno liberalizzato lavoro e capitale tramite la privatizzazione dei servizi pubblici e delle imprese che prima erano pubbliche. Le imprese in UK hanno avuto la responsabilità di rigenerare le comunità locali, risolvere il problema della disoccupazione e sponsorizzando la creazione di scuole.

La globalizzazione ha svolto un ruolo molto importante nello sviluppo della CSR, infatti, la crescita degli investitori globali ha fatto sì che ci si spostasse verso investimenti socialmente responsabili. A seconda del paese in questione, si pone l'attenzione su differenti tematiche.

[CSR nei paesi in via di sviluppo](#)

Molte multinazionali usano i paesi in via di sviluppo come fonte di materie prime e lavoro a basso costo.

I paesi in via di sviluppo hanno varie caratteristiche che possono favorire lo sviluppo della CSR. Infatti, in questi paesi si registrano pochi standard per le condizioni di lavoro, scarsa protezione dell'ambiente, elevato livello di corruzione, regimi oppressivi con scarso interesse per i diritti umani, livello sanitario ed educativo molto basso. Uno dei principali problemi in questi paesi poveri è l'assenza di un'attività economica di crescita, quindi l'obiettivo è quello di far sì che le grandi multinazionali possano introdurre investimenti esteri.

[CSR nei paesi emergenti](#)

Molti dei paesi appartenenti al blocco comunista hanno cambiato il loro assetto passando ad un sistema di mercato capitalistico. Nel contesto russo abbiamo le aziende che spesso sono accompagnate da un'immagine di frode e corruzione con un alone di sospetto reciproco e, con conseguente presenza di managers che non vedono la CSR come un argomento di primaria

importanza. In Cina invece, l'attenzione per la CSR è emersa all'inizio del nuovo millennio, infatti la crescente domanda in ambito supply chain sperimentata in Cina ha reso necessario l'impegno in termini di responsabilità sociale proprio per trasmettere una buona immagine nazionale.

Un altro esempio di partecipazione attiva delle imprese per la causa sociale c'è stato nei paesi nord africani dove le imprese hanno affiancato il popolo nella lotta alla democrazia contro la dittatura.

Dopo questa prima descrizione relativa alla Corporate Social Responsibility, è possibile capire che questo rappresenti un tema fondamentale da perseguire per la maggior parte delle aziende di grandi dimensioni con un ruolo molto importante sia dei mercati che dei governi e dei regolatori. In questi anni si sta assistendo ad un crescente sforzo delle imprese per raggiungere obiettivi di Corporate Social Responsibility, sforzo di solito affiancato da strategie indirizzate all'ESG.

1.2. Dalla CSR ai criteri ESG²

Nelle ultime decadi, la CSR ha conosciuto un periodo di rinnovato interesse soprattutto da parte degli investitori. L'emergere dell'ESG ha comportato un nuovo focus sul CSR introducendo l'utilizzo di alcune metriche per misurare l'impegno di una data impresa nelle tematiche sociali. L'ESG identifica 3 aspetti della CSR: ambientalismo o sostenibilità, responsabilità sociale ed un sistema di corporate governance che favorisca la CSR.

Le attuali proteste sociali, accompagnate da una maggiore enfasi sulla giustizia sociale, hanno comportato una maggiore pressione nel sottolineare l'importanza di nuove riforme e di conseguenza si è posta grande attenzione sui criteri ESG. Ad esempio, la crescita dell'interesse sociale tra i consumatori ha incoraggiato le aziende a focalizzarsi di più sulle tematiche di responsabilità sociale e su una buona governance. Negli ultimi anni c'è stata una maggior preoccupazione su problematiche riguardanti temi molto delicati, come le molestie sessuali e le discriminazioni di ogni genere, e questo ha comportato una maggiore enfasi degli investitori sulle tematiche ESG.

² **Fonte:** Gasperini A. , Artuso S., (2020) , *Financial analysis and ESG integration.* , Aiaf.

Eccles R. , Stroehle J. , (2 Dicembre 2020), *Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures*, Saïd Business School, University of Oxford.

La Corporate e Social Responsibility è stato il primo termine utilizzato dai legali sensibili al tema per descrivere in maniera sintetica e diretta il loro movimento. La CSR, come già detto in precedenza, riflette il principio generale secondo il quale le imprese non dovrebbero semplicemente guardare alla massimizzazione del profitto ma dovrebbero cercare di perseguire anche il bene pubblico.

L' ESG si sviluppa come una sottocategoria della CSR ed usa delle metriche particolari per misurare l'impegno dell'azienda in termini di sostenibilità. Il termine ESG ha anche un altro importante significato inerente la CSR. L'ESG, infatti, identifica tre distinti elementi della CSR:

- **E (Environmental)**: riguarda il rapporto con l'ambiente e si focalizza su tematiche che hanno come obiettivo principale quello di ridurre i rischi legati ai cambiamenti climatici, rispetto della biodiversità, sicurezza agroalimentare, attenzione alla crescita della popolazione ed alla gestione di risorse come acqua, terra aria e vegetazione.
- **S (Social)**: focus sulle attività aziendali ed organizzative che hanno un impatto sociale e che possono avere ripercussioni su aspetti molto importanti tra cui diritti civili e lavorativi, attenzione alle condizioni di lavoro, parità di genere e rifiuto di ogni forma di discriminazione. Ci si sofferma anche sulla capacità di un'impresa di contribuire al tessuto sociale ed al territorio nella quale opera attraverso determinate iniziative che permettono di migliorare la qualità della vita degli abitanti. Rientrano in quest'ambito anche tematiche come il contrasto al lavoro minorile.
- **G (Governance)**: si sofferma su tematiche di gestione aziendale in termini di etica retributiva, rispetto delle regole di meritocrazia, rispetto dei diritti degli azionisti, contrasto di ogni forma di corruzione. La Governance, inoltre, mette in mostra l'organizzazione e la strategia aziendale e quindi la determinazione con cui si attuano i principi ESG. La Governance che dà grande importanza a tali principi mette in mostra dei modelli organizzativi nei quali questi principi sono parte integrante dei meccanismi aziendali.

L'ESG non ha rimpiazzato la CSR ma ne rappresenta una sottocategoria, infatti la CSR, come concetto più ampio e generale, include un'analisi ampia di tali tematiche indipendentemente dall'uso di particolari metriche. Ad esempio, la CSR tratta l'approccio di un'impresa nel perseguire sia obiettivi di massimizzazione del profitto che obiettivi orientati alla responsabilità sociale.

1.2.1. Imprese ed ESG: alcuni esempi³

Fino a poco tempo fa le tematiche di sostenibilità e di etica aziendale rappresentavano temi abbracciati e perseguiti solo da una nicchia di aziende, oggi invece il numero di soggetti coinvolti aumenta sempre più. Si può parlare di una vera e propria svolta etica con consumatori, imprese ed investitori molto sensibili a queste tematiche.

Con l'ESG cambia quindi il concetto diffuso di azienda sviluppato fino ad oggi, ovvero l'azienda vista come un'entità che ha come obiettivo unico quello di generare profitti. Quindi, diventa molto importante il tema della responsabilità sociale e la misurazione della responsabilità sociale dell'impresa nei confronti dell'ambiente, del territorio e della società in cui la stessa si trova.

Al giorno d'oggi possiamo dire che è molto importante per un'azienda avere un'immagine socialmente consapevole. Infatti, in fase di scelta di un brand si sta diffondendo sempre più tra la gente, sia nelle vesti di consumatori che in quelle di dipendenti, la tendenza ad una valutazione che includa anche il grado di responsabilità dell'azienda stessa.

La sostenibilità delle imprese si presenta in molte forme come ad esempio le seguenti:

- Riduzione dell'impronta climatica (crescente attenzione alle emissioni di gas ad effetto serra).
- Partecipazione ad attività di commercio solidale.
- Attività di beneficenza.
- Volontariato nella comunità.
- Politiche aziendali a beneficio dell'ambiente.
- Investimenti socialmente responsabili ed a favore dell'ambiente.

In questo contesto di crescente attenzione alle tematiche sociali, etiche ed ambientali hanno un ruolo importante i consumatori ed in particolare i nuovi consumatori, cioè quelli appartenenti ad una fascia d'età compresa tra i 20 ed i 30 anni. Per questa generazione le aziende devono essere coinvolte nel miglioramento della società e di conseguenza, in qualità di consumatori, scelgono quelle aziende che esprimono pubblicamente il loro impegno e la loro responsabilità.

Questo grande sviluppo, tra gli altri, di un commercio sostenibile sta spingendo anche le grandi organizzazioni ad abbracciare le tematiche ambientali, sociali e di governance. Infatti, i giovani tendono ad investire ed a lavorare sempre più in imprese che abbiano sostenuto queste cause in maniera chiara ed evidente.

³ **Fonte:** Italian Marketing Foundation, *Corporate Social Responsibility: 5 brand da cui prendere esempio*
<https://italianmarketing.org/corporate-social-responsibility-5-brand-da-cui-prendere-esempio/>

La responsabilità sociale delle aziende è molto importante perché aiuta a creare fiducia e ad incoraggiare il cambiamento sociale.

Un ruolo centrale è svolto dal Reputation Institute, attivo nel campo della misurazione della reputazione aziendale, che ogni anno stila una classifica delle aziende ad elevato grado di sostenibilità. Il lavoro portato avanti da questo istituto ha messo in mostra quanto l'essere in cima a questa classifica relativa alla responsabilità aziendale vada ad influenzare positivamente i consumatori con conseguenti vantaggi per i brand. Per questo motivo, alcune tra le grandi aziende del mondo sono conosciute per il loro impegno nel sostenibile ed alcune di esse stanno investendo anche ingenti somme di capitali per far sì che questa responsabilità della brand identity sia trasferita anche all'interno della cultura aziendale.

Vediamo alcuni esempi:

- Un'importante azienda di servizi online si è impegnata molto per essere sempre più Green, raggiungendo i seguenti traguardi:
 - Consumo energetico nei data center del 50% in meno rispetto alla media di consumi energetici di un qualsiasi data center;
 - 1 miliardo di dollari destinati a progetti di energia rinnovabile;
 - Promozione della raccolta differenziata e riciclo di rifiuti tra i propri dipendenti.

Questa strategia ha, tra l'altro, contribuito ad arricchire le casse della società.

Questo caso funge da esempio per tutte le aziende più piccole, le quali hanno inteso che una crescita esponenziale può essere ottenuta abbracciando la sostenibilità. Quindi in molti contesti aziendali negli ultimi anni, si è iniziato a notare la presenza di contenitori di riciclaggio di rifiuti negli spazi di lavoro, installazione di lampadine a risparmio energetico ed infine un utilizzo dell'HVAC (Heating, Ventilation ed Air Conditioning) in maniera più responsabile.

- Un'azienda produttrice di stampanti e fotocopiatrici ha fatto notevoli sforzi nel coinvolgere i propri dipendenti nei progetti di responsabilità sociale. L'azienda ha speso circa 1.3 milioni di dollari ottenendo non solo un aumento di visibilità del proprio marchio ma ha anche ottenuto un miglioramento del morale e della produttività dei dipendenti. Questo esempio, come nel caso precedente, può fungere da precursore di molte altre attività sviluppabili in tema sociale da parte di altre aziende come progetti di volontariato in orfanotrofi ed ospedali oppure eventi di raccolta fondi per destinazione benefica.

- Una multinazionale della vendita al dettaglio ha contribuito con i propri fondi allo sviluppo ambientale e sociale della comunità in cui opera. L'azienda, infatti, ha assegnato borse di studio agli studenti e finanziato progetti ambientali con l'obiettivo di migliorare la sostenibilità ecologica.
- Casa automobilistica: obiettivo principale di questa azienda è stato quello di aiutare 1 milione di persone entro il 2020 affrontando progetti in larga scala. Tra i vari progetti sviluppati ne ricordiamo uno indirizzato allo sviluppo dell'educazione ambientale nelle scuole con cui si raggiungono migliaia di studenti nel mondo per aiutarli a comprendere le sfide sociali ed ambientali che il mondo si trova oggi ad affrontare.
- Una nota catena di caffè statunitense ha sin dal primo istante dato la priorità alla sostenibilità includendola in tutte le operazioni aziendali. Inoltre, la stessa azienda si è impegnata a fornire acqua potabile pulita ad oltre 1 milione di persone bisognose. L'attività aziendale si incentra non solo sull'assicurare una qualità del prodotto ma anche sulla capacità dell'azienda stessa di assumere la propria responsabilità nei confronti della comunità, vivendo questo impegno come un valore aggiunto.

1.2.2. Rilevanza strategica ESG

Per le aziende è sempre più importante spiegare al pubblico degli investitori come le proprie strategie di business ed i propri modelli operativi possano essere influenzati dalle tematiche ESG. Infatti, l'obiettivo di qualsiasi impresa deve essere quello di mitigare i rischi associati alle tematiche ESG e massimizzare le opportunità ad esse associate. Allo stesso tempo, infatti, gli investitori stanno allocando sempre più capitale in imprese che hanno una maggiore esposizione e sensibilità alle tematiche green (ambientali) ed indirizzate a valorizzare sempre più le tematiche di sostenibilità.

L'integrazione di obiettivi finanziari e non finanziari richiede il supporto di tutto il Board ed il senior management, di conseguenza le varie divisioni finanziaria, comunicazione con gli investitori ed infine la divisione CSR devono essere allineate per garantire un certo livello di qualità delle informazioni comunicate all'esterno.

1.3. Come le tematiche ESG diventano materiale finanziario⁴

Negli ultimi dieci anni circa, è stato fatto un grande progresso nel comprendere tutte le tematiche relative all'ESG. In questo periodo, infatti, si è assistito ad una crescita esponenziale del numero delle imprese che raccoglievano e monitoravano dati inerenti all'ambiente (environment), al sociale (social) ed alla governance.

Migliaia di imprese pubbliche quotate nel mondo, hanno iniziato a misurare, gestire e riportare dati riguardanti le tematiche ESG. Questo è un fenomeno relativamente recente con molte imprese che hanno intrapreso le loro strategie ESG negli ultimi anni. Allo stesso tempo, il numero di investitori che ha intrapreso ed integrato nelle proprie decisioni di investimento anche le tematiche ESG è cresciuto notevolmente. Sia le imprese che gli investitori stanno spendendo molte risorse in ESG.

La domanda principale è quindi quale di queste tematiche ESG rappresenta “materiale finanziario”.

L'idea che le tematiche ESG possano diventare un materiale finanziario, rappresenta un tema diffuso non solo tra gli investitori ma anche tra le imprese ed i regolatori, basti pensare che ora migliaia di aziende producono valutazioni inerenti le tematiche ESG. Classificare una tematica come “materiale finanziariamente rilevante” comporta una generale attenzione da parte dell'intera impresa, controlli interni, informazioni agli shareholders, analisi dettagliata da parte di CEO e CFO ed allocazione delle risorse per gestire il tema. Anche se il passo più importante è l'approvazione di tale tema all'interno del consiglio d'amministrazione.

Il processo standard di selezione della tematica tramite una combinazione di test per l'evidenza dell'interesse finanziario e la partecipazione di migliaia di esperti nel gruppo di lavoro industriale, ha condotto all'identificazione di circa 2000 tematiche ESG all'interno di circa 77 aziende. Il processo di identificazione di una tematica come materiale finanziariamente importante segue un processo composto da 5 step: lo status quo, eventi catalizzatori, reazione delle parti interessate, reazione dell'azienda, reazione dei regolatori e dell'innovazione.

1. **Status quo:** inizialmente il settore è in equilibrio e quindi il tema ESG analizzato non è finanziariamente rilevante. Spesso c'è un disallineamento tra il grado di interesse dell'impresa e l'interesse sociale. Nel perseguire gli obiettivi di massimizzazione del profitto, le imprese possono perseguire azioni che hanno un impatto negativo sulla società. Questo disallineamento non sempre è negativo ed in certi casi le imprese potrebbero vederlo

⁴ **Fonte:** Freiberg D. , Rogers J. , Serafeim G. , (23 Novembre 2020), *How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors* , Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 20-056.

come un costo sociale di fare business. In alcuni casi le imprese stesse potrebbero non essere consapevoli di questo disallineamento.

2. **Catalyst:** si osservano due tipi distinti di catalizzatori che fanno sì che inizi il processo di materialità. Nel primo caso il comportamento dell'impresa si allontana da ciò che è correntemente considerato come socialmente accettabile, mentre nel secondo caso le norme sociali su cosa è accettabile in termini di comportamento dell'azienda si allontana dalle attuali pratiche aziendali. Nel primo caso sono le stesse aziende che si rendono conto del disallineamento mentre nel secondo caso, le aspettative della società aumentano il gap. Ancora, nel primo caso alcune aziende si discostano dall'equilibrio cercando di catturare rendite, disallineando ulteriormente l'interesse dell'impresa e l'interesse della società, riuscendo talvolta a catturare con successo queste rendite.

Nel secondo caso invece le aspettative sociali circa il comportamento dell'azienda cambia, oppure è raggiunto un consenso circa una determinata problematica riguardante la causa sociale. Spesso si verificano cambiamenti delle aspettative sociali che derivano da nuova informazione riguardante il comportamento delle aziende.

3. **Reazione degli Stakeholder:** gli stakeholders reagiscono al disallineamento tra l'interesse sociale e quello delle imprese e potrebbero coinvolgere direttamente le imprese per rientrare da questo disallineamento. Quando questo diretto coinvolgimento delle imprese non risolve il disallineamento allora gli stakeholders possono rivolgersi ai politici o al pubblico in generale e chiedere una riforma per la regolamentazione. Le azioni degli stakeholder sono indirizzate ad indurre quindi delle reazioni tra i politici anche se in molti casi non viene intrapresa alcuna azione da parte di politici o regolatori. Nonostante ciò, l'azione degli stakeholder può comportare un aumento delle investigazioni, delle future azioni da parte del regolatore, e soprattutto un danno reputazionale e danni per il brand dovuti a danni per cattiva pubblicità che conseguentemente porterà ad una variazione di valutazione. Qui notiamo la prima evidenza di come una tematica sociale possa diventare materiale finanziario. Di solito gli stakeholders agiscono per individuare la deviazione di una singola impresa da quelle che sono le norme del settore, di conseguenza spesso, ma non sempre, il prezzo delle azioni riflette la pressione degli stakeholder proprio perché gli investitori vanno a rivedere le loro aspettative circa il rischio e la crescita futura. Le tipiche aziende che sono "vittima" delle azioni degli stakeholder sono quelle che performano in maniera peggiore rispetto alla media del settore. Quando una singola impresa aumenta il proprio livello di disallineamento sociale, il problema diventa innanzitutto materiale per l'impresa deviante, successivamente potrebbe diventare materiale per l'intero settore ma ciò è subordinato al risultato dell'azione degli stakeholders. Nel caso in cui i cambiamenti nelle aspettative sociali comportano un maggiore disallineamento e, se la performance dell'impresa fosse quasi pari a quella delle imprese analoghe allora l'intero settore potrebbe essere incriminato dagli stakeholders. Per evitare che l'intero settore venga indetto allora il settore stesso potrebbe prendere le distanze dall'impresa deviante.

L'attività degli stakeholders può portare le imprese individuate dagli stessi a convergere o divergere su alcune pratiche ritenute positive o negative dagli attivisti. Se l'azienda incriminata è disallineata con le norme del settore, la sua performance relativa alla tematica

ESG può essere considerata come un outlier, di conseguenza tale impresa è individuata dagli stakeholders ed il problema diventa un problema relativo alla singola impresa e non all'intero settore. L'attivismo (degli stakeholders) può influenzare positivamente un intero settore suscitando l'autoregolamentazione. Quindi se l'attività degli stakeholders conduce ad una convergenza di pratiche, allora la tematica in questione potrebbe diventare di interesse dell'intero settore e di conseguenza gli stessi stakeholders potrebbero comportarsi in maniera standardizzata nel trattare la tematica in questione.

- 4. Reazione dell'azienda e del settore:** in risposta alla reazione degli stakeholders, le imprese reagiscono per riguadagnare fiducia pubblica. In tal senso non necessariamente le azioni intraprese hanno sempre come obiettivo principale quello di affrontare il problema di fondo del disallineamento. Le reazioni di un'azienda possono variare tra due comportamenti estremi: mantenere il grado di disallineamento eliminando dalla sfera aziendale gli stakeholders che muovono tali azioni oppure all'opposto cercare di correggere questo disallineamento.

Gli stakeholders si aspettano che le aziende vadano ad apportare importanti modifiche di natura operativa ed organizzativa in risposta alle loro azioni sollecitative, ma per le imprese questi cambiamenti potrebbero richiedere nuovi investimenti ed un aumento dei costi. Di conseguenza le imprese sono più propense ad implementare volontariamente questi cambiamenti quando i costi per effettuarli sono abbastanza bassi. Allo stesso tempo quando l'azione degli stakeholders non è diretta solo ad una singola impresa ma ad un intero settore, si registra un maggiore aumento dei costi per le imprese.

In questi casi non tutte le imprese hanno la stessa esposizione sulla tematica in questione messa in evidenza dagli stakeholders, e di conseguenza ci potrebbero essere delle imprese con delle performance relativamente migliori su una data tematica e pertanto potrebbero segnalare/mettere in evidenza nell'intero settore il loro modo di agire. In tal modo anche le imprese con migliori performance e non solo gli stakeholders vanno ad esercitare pressione sulle aziende con scarse prestazioni costringendole a sostenere costi elevati per far sì che venga colmato il disallineamento messo in evidenza.

Nel caso contrario in cui l'impresa dovesse decidere di ignorare le sollecitazioni degli stakeholder, si risparmierebbero tutti i costi appena indicati ma ciò causerebbe molto probabilmente dei danni d'immagine per l'impresa stessa.

Quindi a meno che i costi non siano esorbitanti, le imprese sceglieranno sempre di risolvere il problema messo in evidenza dagli stakeholders. Di solito sono intraprese le attività con un costo più basso essenzialmente per placare la richiesta degli stakeholders e riconquistare la fiducia pubblica.

- 5. Regolamentazione e innovazione:** quando la reazione delle imprese tarda ad esserci o non è soddisfacente, e se gli stakeholders avessero abbastanza potere da comportare una reazione politica, si potrebbe osservare una nuova regolamentazione che andrebbe a forzare un nuovo equilibrio in cui il disallineamento risulterebbe inferiore. Talvolta però la pressione degli stakeholder potrebbe non essere sufficiente da condurre una tematica/problematica o disallineamento a diventare un materiale finanziario. In questo

caso quindi la regolamentazione va ad aumentare l'importanza finanziaria di un determinato disallineamento, e di conseguenza in maniera analoga, l'assenza di una regolamentazione adeguata condurrebbe alla riduzione dell'importanza finanziaria di un determinato problema o disallineamento.

Si ha regolamentazione in risposta ad un evento prevedibile. La legislazione reattiva è importante perché fa sì che le imprese si adattino alle norme del settore.

In assenza di regolamentazione, l'innovazione può essere fondamentale nel far sì che una problematica o un disallineamento diventi materiale finanziariamente importante. Un'impresa può modificare notevolmente un settore tramite l'innovazione talvolta determinando un vantaggio competitivo, incentivando le imprese a migliorare le loro performance o sviluppando nuove capacità.

1.4. ESG rating⁵

Le prime agenzie di rating risalgono al 1980, agenzie che iniziarono a fornire una strada agli investitori per descrivere ed indentificare le imprese non solo da un punto di vista prettamente finanziario ma considerando anche le performance legate al sociale e all'ambiente. La prima agenzia di rating ESG fu fondata nel 1983 in Francia. Il mercato del rating ESG è cresciuto notevolmente specialmente nell'ultimo decennio.

I rating ESG rappresentano una base fondamentale per una serie di tipologie di investimenti sostenibili e, di conseguenza, il mercato dei rating ESG cresce in maniera parallela alla crescita dell'interesse negli investimenti sostenibili.

Queste agenzie forniscono agli investitori un'analisi delle imprese relativa alla performance ESG, molto simile all'analisi fornita per il rischio di credito di un'impresa. Nonostante queste similarità, ci sono 3 importanti differenze tra i rating ESG ed i rating riguardanti i rischi di credito.

Innanzitutto, mentre il rischio di credito è definito come una probabilità di default, la definizione della performance ESG risulta essere meno chiara. Mentre tutte le informazioni inerenti al rischio di credito si basano su standard nati e sviluppatasi nel secolo scorso, i report ESG invece sono agli albori con un alone di incertezza e totale assenza di standard condivisi. Inoltre le agenzie di rating ESG sono pagate dagli investitori interessati a tali valutazioni, mentre, come è ben noto, le agenzie che forniscono un rating riguardante il rischio di credito sono pagate dalle aziende.

⁵ **Fonte:** Berg F. , Koelbel J. , Rigobon R., (15 Agosto 2019), *Aggregate Confusion: the divergence of ESG Ratings..* , MIT Sloan School Working Paper 5822-19

Serafeim G. ,Yoon A. , (Ottobre 2020),*The Role of ESG Ratings and Disagreement*, Review of Accounting Studies.

1.4.1. Come le agenzie giudicano le imprese: ratings ESG

Le varie agenzie hanno sviluppato una propria metodologia per valutare le aziende per quanto riguarda l'ESG.

Le agenzie essenzialmente reperiscono informazioni dai siti web delle imprese, dalle Disclosures, da sondaggi e da news comunicate dai vari media. A seconda dell'agenzia considerata, il numero dei fattori di rischio risulta essere variabile, passando da un minimo di 38 fattori di rischio sino ad arrivare ad agenzie che nelle loro valutazioni arrivano a tener conto di circa 300 fattori di rischio.

Una difficoltà nel raggiungimento di una definizione generale di ESG è rappresentata dal peso che viene attribuito dalle varie agenzie ai diversi criteri. Quindi la discrepanza tra i vari rating delle varie agenzie potrebbe essere in parte attribuita anche alla distribuzione dei pesi tra i vari criteri.

Molte evidenze empiriche mostrano che i ratings differiscono notevolmente tra i vari "fornitori". Analizzando 1049 imprese, si riscontra che c'è accordo sul rating ESG circa nel 24% dei casi, cioè vuol dire che varie agenzie di rating valutano diversamente una stessa impresa. Quindi risulta importante capire quali sono le metodologie che portano alla determinazione degli indici ESG. L'eterogeneità nella definizione degli scores ESG può condurre alla realizzazione di differenti portafogli ESG da parte degli investitori.

Il rating ESG, quindi, è un giudizio che certifica la solidità di un emittente di un titolo considerando le tematiche ambientali, sociali e di governance. Questi rating sono emessi da particolari agenzie specializzate nella raccolta e nell'analisi di dati riguardanti il tema della sostenibilità, nelle attività e nel modus operandi delle imprese.

Un'azienda caratterizzata da un rating ESG elevato riflette un mercato che ha riconosciuto gli sforzi e le prestazioni in materia di responsabilità sociale da parte dell'azienda stessa.

Negli ultimi anni, inoltre, molti istituti finanziari sia Europei che Statunitensi hanno iniziato a prendere in considerazione il rating ESG nella fase di processo di screening degli investimenti. Quindi un buon rating ESG può aiutare le aziende ad attrarre investimenti riducendo di conseguenza i costi di finanziamento.

Esistono vari sistemi di rating ESG istituiti da diverse agenzie, alcuni basati sulla performance altri sul rischio.

Le agenzie che forniscono rating ESG sono diventate istituzioni importanti ed influenti.

Gli investimenti sostenibili stanno crescendo velocemente, i rating ESG influenzano sempre più le decisioni finanziarie con effetti sui prezzi degli asset e sulle politiche aziendali.

I rating forniti da diverse agenzie sono diversi tra loro, ciò significa che le informazioni che i decision-maker ottengono da queste agenzie sono molto "rumorose". Ci sono 3 conseguenze a ciò:

- La performance ESG non è del tutto incluso nelle valutazioni e nei prezzi delle azioni di una data azienda. Se una parte cospicua di investitori ha preferenze nelle performance ESG, le divergenze dei rating disperde l'effetto di queste preferenze sul prezzo degli assets.
- La divergenza di valutazioni e di rating fornite dalle agenzie ostacola l'ambizione delle aziende a migliorare le proprie performance ESG proprio per via di questi segnali contrastanti forniti dalle diverse agenzie.
- La divergenza dei rating può rappresentare anche un limite importante per la ricerca, causando dei risultati e delle conclusioni errati.

L'obiettivo principale, quindi, è cercare di capire il perché questi rating divergono; quindi, innanzitutto si cerca di capire quali fattori guidano le differenze tra i ratings ESG.

Innanzitutto, i rating sono caratterizzati da 3 elementi di base:

- 1) **Uno scopo** che contiene ed include tutti gli attributi che congiuntamente contribuiscono al concetto della performance ESG.
- 2) **Indicatori** che forniscono una quantificazione/misura numerica degli attributi.
- 3) **Una regola di aggregazione** che combina i vari indicatori in un singolo rating/punteggio.

Ci può essere divergenza nei rating forniti dalle varie agenzie sotto tre punti di vista:

- Divergenza di scopo: i rating sono stipulati basandosi su differenti set di attributi in cui gli attributi sono rappresentati ad esempio da tematiche come l'emissione di carbone, condizioni di lavoro...
- Divergenza di misurazione: due agenzie possono usare lo stesso set di attributi ma differenti tecniche di misurazione degli stessi, ad esempio l'attributo riguardante le condizioni di lavoro può essere misurato o sulla base del turnover della forza lavoro o sulla base del numero di citazioni in tribunale dell'azienda relativamente a controversie lavorative. In questo esempio, come è ben evidente, due metriche descrivono lo stesso attributo ma forniscono dei risultati diversi in termini di misurazione.
- Divergenza nell'importanza degli attributi: le agenzie di rating possono dare importanza differente ad uno stesso attributo.

Vari studi hanno dimostrato che la divergenza nella misurazione rappresenta la causa principale per cui le agenzie forniscono un rating diverso per una stessa azienda. A seguire in termini di importanza ed impatto sulla problematica della divergenza del rating si ha la divergenza di scopo ed infine come meno importante c'è la divergenza nel peso e nell'importanza associata agli attributi.

Queste divergenze nei rating non sono guidate soltanto da una divergenza di opinioni ma anche divergenze sui dati selezionati e presi in considerazione nelle valutazioni di un'impresa.

Ad esempio, la divergenza di scopo e di misurazione proviene da differenti punti di vista che i rater possono avere in merito ad una determinata questione, quindi diversi soggetti hanno opinioni diverse riguardo i fattori che ritengono rilevanti per il successo di un'azienda.

Gli investitori possono fronteggiare queste discrepanze prendendo rating da varie agenzie ed utilizzando questi dati attribuendo loro un peso allineato con quelli che sono gli obiettivi di investimento. Oppure gli investitori, in maniera più semplice potrebbero affidarsi ad una singola agenzia di rating dopo aver constatato che ambito misurazione e pesi attribuiti dalle agenzie sono in linea i propri obiettivi.

Per superare questo problema, le aziende dovrebbero lavorare a stretto contatto con le agenzie e cercare di realizzare degli standard trasparenti e dati pubblicamente accessibili.

1.4.2. ESG: esempi di metodologie di rating

1.4.2.1. Metodologia MSCI⁶

Analizziamo ora la metodologia di attribuzione di rating ESG da parte di una delle maggiori agenzie di servizi finanziari statunitense, ovvero **Morgan Stanley Capital International**.

La metodologia adottata da MSCI in relazione alle tematiche ESG si basa sull'identificazione dei rischi e delle opportunità ad esse collegate.

Il modello cerca di rispondere alle seguenti domande:

- 1) Per ogni settore quali sono i rischi e le opportunità che una determinata azienda deve fronteggiare relativamente ai fattori ESG?
- 2) Qual è l'esposizione di ciascuna azienda a tali rischi ed opportunità?
- 3) In che modo una data azienda fronteggia tali rischi ed opportunità?

⁶ **Fonte:** Equita, Settembre 2019, "Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI", https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf.

Innanzitutto, questo metodo si basa sulla classificazione GICS (Global Industry Classification Standard), cioè una classificazione che va ad individuare tutti i settori presenti nel panorama mondiale associando ciascuna azienda analizzata ad un determinato settore.

Successivamente, sulla base del settore posto in esame viene effettuata una sorta di ponderazione di quelli che sono considerati fattori chiave nelle tematiche ESG, ponderazione che tiene in considerazione delle particolari esternalità che possono caratterizzare il settore considerato.

Ognuno dei tre pilastri del mondo ESG (Environmental, Social and Governance) è scomponibile in varie tematiche a loro volta composte da fattori chiave.

Dopo aver determinato i fattori chiave ed aver associato ad essi un termine di ponderazione che ne indica l'importanza nella valutazione complessiva, si passa alla definizione di un rating finale. In tale fase lo score ponderato è normalizzato a seconda del settore di appartenenza:

- Il punteggio ottenuto da ogni singola azienda viene confrontato con un intervallo determinato ogni anno utilizzando una media rolling degli score ottenuti negli ultimi 3 anni dalle aziende appartenenti al settore analizzato. La scala dei punteggi normalizzati è divisa in 7 intervalli di medesima dimensione. Quindi sulla base dell'intervallo di appartenenza del punteggio totalizzato da una data impresa, a questa sarà assegnato un determinato rating.

Di seguito sono riportati i 7 intervalli con gli annessi rating corrispondenti:

Punteggio normalizzato per settore	Rating
8,6 – 10	AAA
7,1-8,5	AA
5,7 – 7	A
4,3 – 5,6	BBB
2,9 – 4,2	BB
1,4 – 2,8	B
0 – 1,3	CCC

[Tabella 1: intervalli e corrispondenti rating relativi alla metodologia MSCI]

Questa metodologia di MSCI non ha come obiettivo quello di fornire una valutazione assoluta bensì fornisce una valutazione relativa al settore ed ai punteggi realizzati nello stesso.

Strategia di raccolta dati:

Sono selezionate le aziende sulla base dell'impegno nelle politiche ESG e l'interesse verso programmi di sviluppo sostenibile. Importanti in tal senso sono anche le informazioni su una serie di tematiche interne come notizie su amministratori individuali ed assemblee degli azionisti.

Inoltre, è effettuato un monitoraggio sistematico per il controllo della governance aziendale, ed un monitoraggio giornaliero per le news e gli eventi.

Le aziende annualmente sono convocate per discutere circa le informazioni inserite all'interno dei report dei rating ESG fornendo eventualmente delle notizie e delle news aggiuntive.

Identificazione dei fattori chiave

Rischi ed opportunità sono determinati considerando due livelli di analisi. In un primo momento ci si sofferma sulla crescente attenzione su obiettivi internazionali riguardanti ad esempio il cambiamento climatico, la scarsità di alcune risorse di primaria importanza, il mutamento demografico. Mentre in un secondo momento si passa sotto esame il modo di operare all'interno del settore e delle aziende che ne fanno parte.

Secondo l'approccio MSCI si parla di rischio quando ci si trova davanti ad un evento che con molta probabilità potrebbe trasformarsi in un costo rilevante e, allo stesso tempo, si parla di opportunità quando un evento potrebbe rappresentare una fonte di profitto notevole.

In tal modo sono identificati rischi ed opportunità per ogni settore.

Successivamente sono associati 16 fattori chiave ai 3 pilastri, fornendo poi per ogni fattore una determinata ponderazione sulla base del settore in esame.

Ponderazione dei fattori chiave

Individuati e selezionati i fattori chiave per ogni settore, si passa all'assegnazione di un peso a ciascuno di questi fattori ai fini della determinazione di un punteggio finale.

Ogni fattore può assumere un peso compreso tra il 5% ed il 30% del rating complessivo e, la ponderazione avviene tenendo in considerazione due aspetti:

- Importanza e contributo del settore in esame rispetto a tutti gli altri settori per quanto riguarda le tematiche ed il core del fattore in esame;
- Tempo entro cui ci si aspetta che il fattore in esame mostri una materializzazione dei rischi e delle opportunità ad esso annesso.

Valutazione dei fattori chiave

La valutazione delle performance aziendali relativamente ai fattori chiave identificati non avviene in termini assoluti ma in termini relativi alle performance di settore. Il modello MSCI tiene contemporaneamente presente del livello di esposizione di un'impresa ad un determinato rischio collegato ad un fattore chiave ed il modo con cui la stessa impresa va a gestire tale rischio.

Un'azienda per avere un buon punteggio in un determinato fattore chiave, quindi, deve realizzare una strategia che sia in grado di gestire il rischio del fattore chiave in maniera proporzionale all'intensità dello stesso. Ad esempio, un'impresa con una grande esposizione al rischio deve utilizzare molte più risorse per affrontare tale esposizione rispetto ad un'impresa con un minor livello di esposizione alla criticità in questione. Infatti, ad esempio dinanzi a due aziende che gestiscono un dato fattore ESG allo stesso modo e con la stessa intensità in termini di risorse impiegate, l'azienda che avrà maggiore esposizione al rischio tra le due avrà un punteggio inferiore per quel determinato fattore rispetto all'azienda con minore esposizione perché, secondo gli esperti, avrebbe dovuto destinare molte più risorse per fronteggiare il rischio in questione.

Esposizione di un'azienda ad un fattore di rischio

Il modello MSCI va a determinare l'esposizione di una data azienda ad un fattore chiave ESG tramite un'analisi minuziosa del business. Sono passati in esame il prodotto realizzato dall'azienda, i segmenti di business principale, l'operatività aziendale, l'eventuale esternalizzazione di parti di business o l'eventuale presenza di concessioni governative. In questa fase sono molto importanti eventuali controversie scaturite negli ultimi 3 anni su tematiche riguardanti il fattore di rischio analizzato.

Analizziamo ora nel dettaglio tutti gli elementi che concorrono alla determinazione del punteggio complessivo.

Rischi

Per identificare l'esposizione e la gestione dei rischi di una data impresa operante in un dato settore, sono utilizzate due scale da 1 a 10 che quantificano rispettivamente il livello di esposizione ed il grado o bontà di gestione del rischio da parte dell'azienda stessa.

Quindi solo dopo aver determinato entrambi questi gradi si passa alla definizione di un punteggio per il rischio in esame.

Opportunità

La valutazione delle opportunità segue una logica molto simile alla valutazione dei rischi, però in tal senso impattano in maniera positiva sia l'esposizione dell'azienda ad una determinata opportunità sia la sua capacità di trasformare tale opportunità in profitto. Infatti, laddove l'esposizione ad una data opportunità risulta essere limitata, allo stesso modo la variabilità del punteggio del fattore sarà limitata.

Controversie

Si ha una controversia quando i consumatori variano la propria opinione circa l'operato di un'impresa o quando varia la percezione dell'impatto che i prodotti dell'impresa stessa possono avere dal punto di vista ambientale, sociale e di governance. Di solito si tratta di un evento singolo o di una serie di eventi ravvicinati e collegati tra loro, come ad esempio multe inerenti alla cattiva gestione della sicurezza sul luogo di lavoro.

Questo modello MSCI cerca di esaminare queste controversie per comprendere se alla base di queste ci siano dei veri e propri problemi strutturali che possono in qualche modo impattare sulla capacità di gestione dei rischi da parte dell'azienda stessa. Quindi dinanzi ad una controversia collegata ad uno degli aspetti trattati da un fattore chiave, laddove ci si rende conto che la stessa sia il precursore di problemi strutturali allora conseguentemente ciò comporterà ad una deduzione di punteggio per quel dato fattore.

Contrariamente, se una controversia non è considerata un "campanello d'allarme" allora non si registra alcuna deduzione di punteggio per il fattore chiave annesso.

Corporate Governance

Infine, è attribuito un punteggio per valutare la corporate governance aziendale. Tale punteggio è compreso tra 1 e 10. Ad ogni impresa è attribuito il punteggio massimo di partenza (10) dal quale possono poi eventualmente essere dedotti punti sulla base delle valutazioni attribuite ad ogni metrica chiave, in tal senso abbiamo le seguenti metriche:

- 39 metriche relative al CdA
- 23 metriche riguardanti le retribuzioni
- 26 metriche riguardanti la proprietà dell'impresa
- 8 metriche per amministrazione e contabilità

C'è poi un tema inerente alla condotta aziendale, cui viene attribuito un punteggio considerando una somma di punteggi associati a ciascuna delle metriche chiave costituenti.

1.4.2.2. Metodologia Thomson Refinitiv⁷

Innanzitutto, si analizzano i comportamenti aziendali per quanto concerne le tematiche ESG, successivamente sulla base di tale valutazione è determinato uno score ESG che eventualmente prevede anche delle decurtazioni in presenza di controversie riguardanti l'impresa stessa.

Questi punteggi si basano su un ordinamento percentile disponibile sia in percentuale che in classi di lettere che vanno da D- ad A+.

Intervalli di punteggio	Classificazione
0,917 – 1	A +
0,834 – 0,916	A
0,751 – 0,833	A -
0,667 – 0,750	B +
0,584 – 0,666	B
0,501 – 0,583	B -
0,417 – 0,500	C +
0,334 – 0,416	C
0,251 – 0,333	C -
0,167 – 0,250	D +
0,084 – 0,166	D
0 – 0,083	D -

[Tabella 2: intervalli e corrispondenti rating relativi alla metodologia Thomson Refinitiv]

I dati utili alla determinazione di un punteggio sono reperiti da fonti pubbliche e da informazioni rilasciate dalle imprese. Le fonti principali di dati sono i report annuali, siti internet delle imprese, segnali di mercato e la rendicontazione in materia di responsabilità sociale d'impresa.

⁷ **Fonte:** Equita, Settembre 2019, "Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI", https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf.

Questo database viene aggiornato in maniera continua, così come i vari scoring sono aggiornati settimanalmente. Però in realtà le modifiche più rilevanti sono registrate annualmente quando si ha la pubblicazione delle rendicontazioni ESG.

L'analisi ESG di Thomson Refinitiv si basa su tre pilastri: Ambiente, Società e Governance. Da questi tre pilastri scaturiscono 10 categorie e 178 metriche.

Le metriche inizialmente considerate sono 400 e di queste ne sono selezionate solo 178 perché ritenute maggiormente significative.

Di seguito sono riportate le 10 categorie considerate dagli analisti di Thomson Refinitiv:

Utilizzo delle risorse	Riflette performance e capacità dell'azienda nel ridurre l'utilizzo di materie prime, energia e acqua o di trovare soluzioni ecologicamente efficienti per i suoi processi produttivi.
Emissioni	Riflette le misure messe in pratica dall'azienda e, in generale, il suo impegno per la riduzione effettiva delle emissioni.
Innovazione	Riflette le capacità dell'azienda di ridurre i costi ambientali associati al suo business, creando nuove opportunità di mercato, grazie a nuovi processi e tecnologie o prodotti eco-friendly
Dipendenti	Misura l'efficacia dell'azienda nei confronti della soddisfazione e della salute dei suoi dipendenti, la capacità di creare un ambiente di lavoro sano e composito, con uguali opportunità per tutto il personale.
Diritti umani	Misura l'efficacia dell'azienda nel rispetto delle convenzioni internazionali sui diritti umani.

Comunità locali	Misura l'impegno dell'azienda nel porsi come un buon esempio di cittadinanza, proteggendo la salute pubblica e rispettando l'etica del business.
Responsabilità sul prodotto	Misura la capacità dell'azienda di produrre prodotti e servizi di qualità e di integrare, nei suoi processi produttivi, attenzione per salute e sicurezza dei clienti, integrità e privacy sui dati
Gestione aziendale	Misura l'impegno e l'efficacia dell'azienda nel seguire i principi di <i>best practice</i> in materia di <i>corporate governance</i> aziendale
Azionisti	Riflette quanto l'azienda è in grado di garantire a tutti i suoi azionisti un ugual trattamento e le misure di anti-takeover
Strategia CSR	Misura quanto l'integrazione dei fattori socio-ambientali con quelli economici sia sviluppata e comunicata all'interno dei processi decisionali e dell'attività

[Tabella 3: categorie utilizzate da Thomson Refinitiv nella determinazione dei rating ESG]

Pesi delle categorie

Per determinare il peso di ciascuna categoria sono presi in considerazione il numero degli indicatori che la compongono in relazione al numero totale degli indicatori. Quindi di conseguenza è assegnato un peso maggiore a tutte quelle categorie caratterizzate da un numero maggiore di indicatori.

Attribuzione dei punteggi

I punteggi sono assegnati sulla base del metodo percentile, distribuzione di punteggi molto piatta. Il modello di ranking poggia sui seguenti fattori:

- Numero di aziende peggiori dell'azienda in questione
- Numero di aziende con ugual punteggio
- Numero delle aziende valutate secondo la metrica in questione

$$\text{Score: } \frac{\#aziende \text{ con punteggio inferiore} + \frac{\#aziende \text{ con stesso punteggio}}{2}}{\#aziende \text{ totali}}$$

#aziende totali: si considerano tutte le aziende considerate rispetto alla metrica in analisi compresa l'azienda che si sta analizzando.

Il punteggio di ogni categoria è dato dalla media aritmetica di tutti gli indicatori rilevanti che la compongono. Successivamente si passa alla normalizzazione dei pesi ottenuta escludendo quegli indicatori quantitativi che sono privi di dati significativi disponibili pubblicamente.

Dati qualitativi

Si tratta di metriche booleane ovvero metriche per le quali la risposta può essere “Sì” o “No”. Un esempio di metrica qualitativa può essere il seguente: “l'azienda dispone di una politica di riduzione delle emissioni?”, il valore “Sì” è positivo. Generalmente al valore positivo è associato un punteggio pari ad 1 mentre al valore negativo un punteggio di 0,5.

Dati quantitativi

Per ogni indicatore bisogna verificare se il fatto di avere un punteggio elevato sia un fattore positivo o negativo, ad esempio avere un valore elevato nella quantità di emissioni rappresenta un qualcosa di negativo.

C'è da specificare che ad una data metrica è assegnato un valore solo se l'azienda fornisce delle informazioni riguardanti gli aspetti sottesi dalla metrica stessa.

Controversie

Il punteggio delle controversie è effettuato mediante 23 metriche di controversie ESG. Ciascuna di queste metriche ha un valore di default pari a 0, valore che diventa 1 nel caso in cui l'azienda abbia avuto delle controversie rilevanti. Si considerano le controversie relative all'ultimo anno fiscale.

Di seguito sono riportate le 23 metriche di controversie ESG

Pilastro	Categoria	Nome	Tipo di metrica
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie a danni dei consumatori	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie salute e sicurezza clienti	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie sulla privacy	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie sull'accesso al prodotto	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie sul marketing	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie in ambito R&D	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie per atteggiamento anti-competitivo	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie in ambito di etica del business	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie in merito alla proprietà intellettuale	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie legate a paesi critici	Numero di controversie pubblicate

Pilastro	Categoria	Nome	Tipo di metrica
Società	Comunità locali	Controversie sulla salute pubblica	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie su frodi fiscali	Numero di controversie pubblicate
Società	Diritti umani	Controversie riguardo al lavoro minorile	Numero di controversie pubblicate
Società	Diritti umani	Controversie riguardo ai diritti umani	Numero di controversie pubblicate
Società	Dipendenti	Controversie sulla diversity	Numero di controversie pubblicate
Società	Dipendenti	Controversie su salute e sicurezza dei dipendenti	Numero di controversie pubblicate
Società	Dipendenti	Controversie su paghe e condizioni di lavoro	Numero di controversie pubblicate
Società	Dipendenti	<i>Management departures</i>	Qualche membro del management ha rassegnato dimissioni volontarie o è stato sollevato dall'incarico?
Governance	Gestione aziendale	Controversie sulla retribuzione del management	Numero di controversie pubblicate
Governance	Azionisti	Controversie in merito alla contabilità	Numero di controversie pubblicate

Pilastro	Categoria	Nome	Tipo di metrica
Governance	Azionisti	Controversie di inside dealer	Numero di controversie pubblicate
Governance	Azionisti	Controversie sui diritti degli azionisti	Numero di controversie pubblicate
Ambiente	Utilizzo delle risorse	Controversie ambientali	Numero di controversie pubblicate

[Tabella 4: metriche di controversie utilizzate da Thomson Refinitiv nella determinazione dei rating ESG]

Punteggio ESG finale

Il punteggio finale si calcola considerando sia il punteggio ESG che il punteggio legato alle controversie:

- Se il punteggio legato alle controversie è maggiore di 50 oppure minore di 50 ma maggiore del punteggio ESG, allora lo score finale sarà pari al punteggio ESG
- Se il punteggio legato alle controversie è minore di 50 e minore del punteggio ESG, allora lo score finale è la media del punteggio legato alle controversie e del punteggio ESG.

1.4.3. Conseguenze dell'ESG Disagreement⁸

Negli ultimi anni ha assunto un ruolo sempre più centrale il tema della divergenza dei rating ESG forniti da diverse agenzie. Molto importante è cercare di capire come questo disallineamento dei rating ESG possa influire sulle caratteristiche finanziarie e contabili di un'azienda, tra cui il rendimento azionario ed il conseguente costo del capitale per gli investitori. In tal senso analizziamo dati riguardanti 7 tra le maggiori agenzie fornitrici di rating (Asset 4, Sustainalytics, Inrate, Bloomberg, FTSE, MSCI, MSCI IVA).

Molti studi si sono soffermati sul comprendere i rating ESG ed i risultati hanno messo in luce che c'è un'assenza di convergenza dei punteggi forniti dalle varie agenzie essenzialmente per due motivi: assenza di una teoria di rating di base ed assenza di una commensurabilità cioè diversi providers utilizzano diverse metodologie per determinare un dato rating. Di conseguenza

⁸ **Fonte:** Serafeim G. ,Yoon A. , (Ottobre 2020), *The Role of ESG Ratings and Disagreement*, Review of Accounting Studies.

è abbastanza evidente che sia le scelte aziendali che le decisioni degli investitori privati sono strettamente dipendenti dalla scelta del provider di rating selezionato.

Si passa ad una prima analisi generale dei punteggi ESG complessivi, comparando a coppie gli score forniti dalle 7 agenzie precedentemente citate. I risultati mostrano che la correlazione media di questo confronto a coppie è di circa 0.45, valore molto più basso se confrontato con una simile analisi condotta però sui rating di credito che mettono in mostra una correlazione pari a 0.99 circa. Però, allo stesso tempo, alcuni di questi confronti a coppia tra cui quello tra Asset4 e Sustainalytics mettono in luce una correlazione pari allo 0.75 circa, questo probabilmente può essere dovuto al fatto che entrambe le agenzie in esame utilizzano una metodologia di rating molto simile.

Andando più nello specifico e considerando separatamente i punteggi forniti dalle varie agenzie su ogni singolo fattore E, S e G si osserva che la correlazione è di circa 0.16 per quanto riguarda la Governance mentre è di circa 0.46 per l'Environment. Questo maggiore accordo sui punteggi relativi alle tematiche ambientali con ogni probabilità è da ricondurre anche all'importante peso delle regolamentazioni che hanno condotto nel tempo ad un minor livello di divergenza di opinioni dei provider. Allo stesso tempo è plausibile pensare che non ci sia un simile livello di accordo sulle tematiche Sociali e di Governance perché non c'è una modalità comune di individuare e di misurare i problemi associati a questi campi ed i loro impatti.

Consideriamo adesso le correlazioni tra i punteggi ESG dei 7 diversi providers relativamente al settore di appartenenza.

Si riscontra una correlazione media più bassa nei settori dei durables e delle telecomunicazioni. Il basso livello di correlazione nel settore dei durables sembra scaturire dal basso livello di accordo sui punteggi relativi all'ambiente ed alla governance, mentre la bassa correlazione nel settore delle telecomunicazioni deriva da una bassa correlazione nei rating legati alle tematiche Sociali.

Riprendendo uno studio fatto da Swiss Finance Institute cerchiamo di capire come questa mancanza di uniformità possa incidere sui rendimenti azionari.

Questo studio si pone come obiettivo principale quello di studiare la correlazione tra grado di divergenza nei rating ESG ed i rendimenti azionari dell'impresa in questione.

Da questa analisi si osserva che le imprese con un maggior livello di disallineamento dei punteggi ESG tendono ad avere un livello più alto di rendimento azionario.

Un modo per spiegare in maniera razionale la relazione tra il disaccordo dei rating ESG e il rendimento azionario può essere ricondotto alla fiducia nei mercati finanziari. Molti studi teorici si soffermano sulla spiegazione di quali fattori potrebbero impattare ed incidere sui rendimenti azionari e non invece sui fattori che potrebbero impattare sulla componente di rischio di una data azienda come ad esempio i rating ESG. Infatti uno studio famoso condotto nel 2018 da Atmaz e Basak, partendo dal concetto che un rischio addizionale per un investitore significa una corrispondente richiesta di un maggior rendimento azionario, si comprende che anche un disaccordo tra i rating ESG forniti da vari provider rappresenta una notevole fonte di rischio. Quindi un elevato livello di disaccordo nei rating ESG implica una maggiore incertezza circa la

performance ESG di un'impresa e ciò può essere percepito come una fonte di rischio da parte di un investitore avverso al rischio, che di conseguenza chiederà un premio.

Questi risultati sono importanti sia per un investitore che, nel momento in cui va a valutare un'impresa, deve aggiustare il costo del capitale con una componente di rischio collegata al disaccordo dei rating ESG, ma allo stesso tempo questi risultati sono importanti anche per un Chief Financial Officer che deve anche considerare queste tematiche ESG, che comportano dei rischi, nel momento in cui va ad allocare il capitale .

CAPITOLO 2

REGOLAMENTAZIONE, NORMATIVE ED INIZIATIVE ESG NEL MONDO

L'obiettivo di questo secondo capitolo è quello di analizzare le iniziative volte allo sviluppo di una finanza sostenibile attuate nel mondo. Per tale ragione sono discusse tutte le azioni messe in atto innanzitutto dall'ONU per poi concentrarsi sul panorama europeo prima e su quello Statunitense ed asiatico poi. In tale studio sono prese in rassegna tutte le norme e le regolamentazioni che gli istituti di controllo e gestione dei mercati finanziari nel mondo hanno messo in atto e, come vedremo in seguito, risulta molto facile comprendere che ci sono nette differenze tra le varie realtà prese in esame, con paesi e continenti più avanti degli altri nell'affrontare e nello sviluppare le tematiche di sostenibilità.

2.1. Il ruolo dell'ONU⁹

PRI¹⁰

I Principi per gli Investimenti Responsabili nascono nel 2006 e prevedono una collaborazione con una rete internazionale di firmatari con l'obiettivo di mettere in pratica sei principi sviluppati da un gruppo di investitori istituzionali selezionati dal Segretario Generale delle Nazioni Unite. Alla base di questi principi c'è l'intento di comprendere gli effetti delle tematiche ESG sugli investimenti ed allo stesso tempo assistere i vari firmatari nelle decisioni di investimento.

⁹ **Fonte:** Cucchiara F. , (17 ottobre 2018), *Dalle Nazioni Unite una nuova strategia per la finanza sostenibile*, Asvis, <https://asvis.it/goal9/home/425-3402/dalle-nazioni-unite-una-nuova-strategia-per-la-finanza-sostenibile>
Principle for Responsible Investment, (9 novembre 2016), *"What are the Principles for Responsible Investment?"*, <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

I Sei Principi

1. Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti:

- Includere le tematiche ESG nelle politiche di investimento;
- Incoraggiare lo sviluppo di strumenti, parametri e metodi di valutazione legati alle tematiche ESG;
- Valutare le capacità dei gestori di investimenti diretti nell'integrazione delle tematiche ESG;
- Chiedere ai fornitori di servizi finanziari di integrare le tematiche ESG nelle loro ricerche ed analisi;
- Incoraggiare la ricerca accademica su questi temi;
- Sostenere la formazione professionale sulle tematiche ESG nel settore degli investimenti.

2. Essere azionisti attivi ed incorporare le tematiche ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato attivo:

- Sviluppare e promuovere una politica di azionariato attivo coerente con i sei principi;
- Esercitare i diritti di voto o monitorare la conformità alla propria politica di voto;
- Sviluppare le attività di engagement;
- Partecipare allo sviluppo di politiche e regolamentazioni, nonché alla definizione di standard;
- Presentare risoluzioni durante le assemblee degli azionisti in linea con considerazioni ESG di lungo termine;
- Dialogare con le aziende relativamente alle tematiche ESG;
- Collaborare con altri investitori nell'attività di engagement;
- Chiedere ai gestori degli investimenti di fare e di rendicontare le proprie attività di engagement sulle tematiche ESG.

3. Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali si investe:

- Chiedere di seguire metodi standardizzati per la rendicontazione sulle tematiche ESG;
- Chiedere che le tematiche ESG siano integrate nei bilanci finanziari annuali;
- Chiedere informazioni alle aziende in merito all'adozione di norme, standard, codici di condotta o iniziative internazionali per la sostenibilità aziendale;

- Appoggiare le iniziative e le risoluzioni degli azionisti che promuovono maggiore informazione sulle tematiche ESG.

4. Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei principi nel settore finanziario

- Allineare i mandati di investimento, le procedure di monitoraggio, gli indicatori di prestazione e le relative strutture di incentivazione;
- Comunicare le proprie aspettative sulle tematiche ESG ai fornitori di servizi di investimento;
- Rivedere i rapporti con i fornitori di servizi che non soddisfano tali aspettative;
- Incoraggiare lo sviluppo di strumenti per l'analisi comparativa dell'integrazione di tematiche ESG;
- Incoraggiare lo sviluppo di norme e politiche in grado di consentire l'applicazione dei principi.

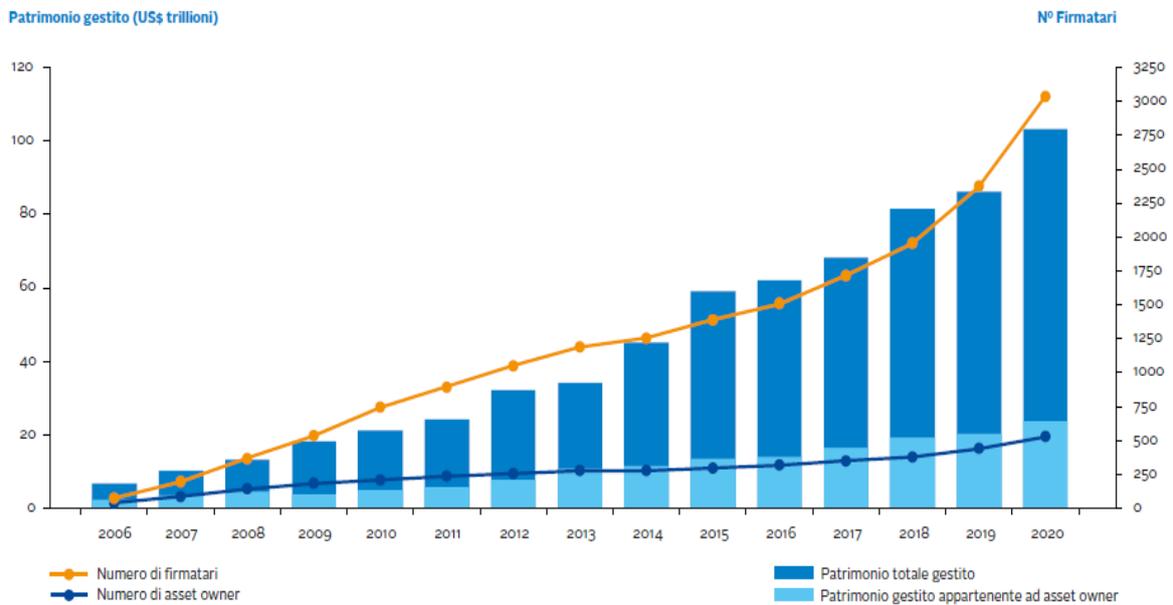
5. Collaborare per migliorare l'efficienza nell'applicazione dei principi:

- Sostenere reti e piattaforme d'informazione per condividere strumenti, mettere in comune risorse e utilizzare la reportistica degli investitori come fonte di apprendimento;
- Affrontare questioni emergenti;
- Sviluppare o incoraggiare appropriate iniziative di collaborazione.

6. Comunicare i progressi compiuti nell'applicazione dei principi:

- Fornire informazioni sui metodi di integrazione di tematiche ESG nel processo di investimento;
- Fornire informazione sulle attività di azionariato attivo;
- Fornire informazioni sui requisiti necessari delle società di servizi in relazione all'applicazione dei principi;
- Fornire informazioni ai beneficiari in merito alle tematiche ESG ed ai principi;
- Riferire i progressi e/o i risultati relativi ai principi;
- Utilizzare la rendicontazione per sensibilizzare un gruppo più ampio di stakeholder.

Come mostrato dalla figura che segue, dal 2006, anno in cui sono stati introdotti i PRI, l'iniziativa è cresciuta in maniera costante.



[Figura 1: Grafico che rappresenta la crescita dell'iniziativa PRI. Sono rappresentati 3 assi: Patrimonio Gestito, Numero di firmatari ed anni. Fonte: ONU, 2019, "I Principi per l'investimento Responsabile"]

Questo crescente interesse nell'iniziativa PRI è collegato alla crescente importanza attribuita agli investimenti socialmente responsabili.

Agenda 2030¹¹

L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile è stata adottata il 25 settembre 2015 nell'incontro sullo Sviluppo Sostenibile tenutosi presso le Nazioni Unite. In tale occasione sono stati definiti 17 obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs: Sustainable Development Goals) riguardanti varie tematiche che vanno dai problemi di assenza di risorse idriche, alla salute fino ad arrivare alle problematiche di uguaglianza sociale e biodiversità.



Figura 2: Sustainable Development Goals (SDGs) definiti dall'Onu a settembre 2015. Fonte : ONU, Trasformare il nostro mondo: Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile]

L'ONU afferma che la povertà estrema così come la mortalità infantile sono fenomeni che si sono attenuati negli ultimi anni e, allo stesso tempo, si sono registrati anche dei miglioramenti per quanto concerne le condizioni di lavoro. Nonostante ciò, il segretario Generale delle Nazioni Unite afferma di non essere in linea con gli obiettivi di sviluppo sostenibile in quanto nel mondo il fenomeno della fame è in crescita e, ci sono persone che non hanno accesso all'educazione di base ed al trattamento sanitario essenziale.

¹¹ **Fonte:** Dipartimento per la Pubblica Informazione Nazioni Unite, (Settembre 2015), *Trasformare il nostro mondo: Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*.

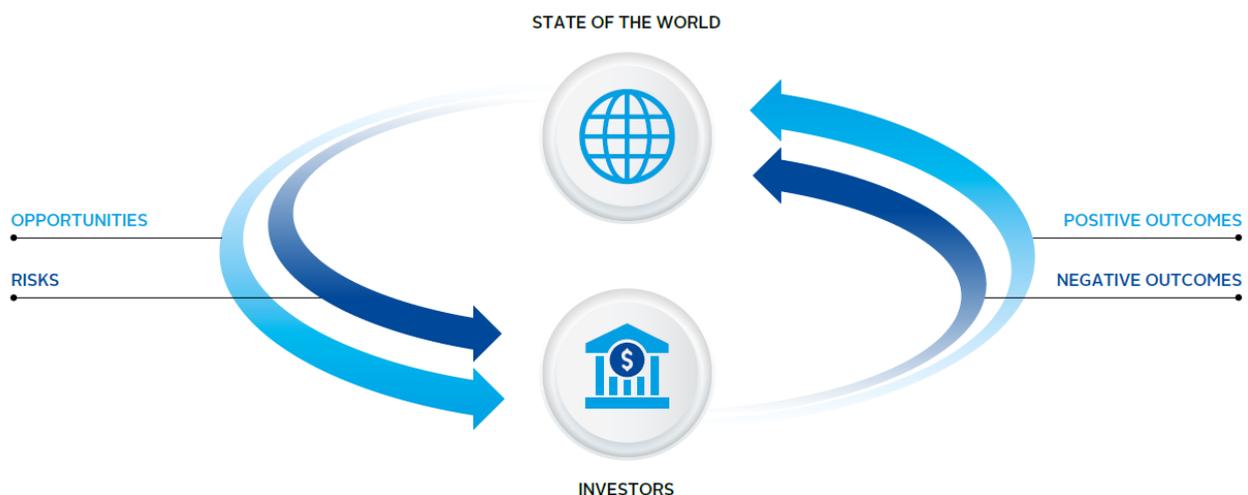
ONU , (21 Ottobre 2015), *Tasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*.

Assumono un ruolo fondamentale sia il sistema finanziario che i firmatari dei PRI per quanto concerne gli obiettivi di Sviluppo Sostenibile.

Il ruolo del sistema finanziario nel permettere il raggiungimento dei SGD non deve semplicemente passare attraverso l'impegno di nuovo capitale ma si deve basare anche sul convincere gli investitori a reindirizzare i capitali già esistenti verso queste tematiche socialmente responsabili.

Come abbiamo visto, gli investitori per molto tempo si sono soffermati sul comprendere perché i temi ESG siano importanti nelle loro scelte e decisioni di portafoglio. Tuttavia, le aspettative nei confronti degli investitori da parte di tutti gli stakeholders sono cambiate, infatti gli investitori stanno assumendo un ruolo sempre più centrale nell'affrontare problematiche molto delicate come il cambiamento climatico e le disuguaglianze sociali.

Esiste un ciclo continuo di feedback tra i rischi ed opportunità ESG ed i risultati collegati agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile: le tematiche ESG creano rischi ed opportunità per gli investitori le cui azioni modellano i risultati sul mondo e su tematiche importanti che, a loro volta, si ripercuotono sui portafogli sottoforma di rischi ed opportunità ESG e così via.



[Figura 3: Ciclo continuo dei risultati SDG degli investitori, lo stato del mondo risultante e i rischi ed opportunità di investimento ESG. Fonte: ONU, Trasformare il nostro mondo: Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile]

Quanto appena detto è particolarmente vero per quelle grandi istituzioni che hanno investito a lungo termine in maniera sufficientemente diversificata. Per questi investitori, la performance economica potrebbe influenzare il valore futuro dei loro portafogli.

Un proprietario universale deve cercare di ridurre il livello di esternalità della propria impresa che causano perdite sull'economia, cercando allo stesso tempo di ottenere risultati positivi a livello economico generale.

United Nations Environment Programme Finance Initiative¹²



Fondata nel 1992 in occasione dell'Earth Summit tenutosi a Rio, questa iniziativa nasce come piattaforma che associa l'ONU con il settore finanziario globale.

La nascita di questa iniziativa è nata dal riconoscimento dei legami tra finanza e sfide ambientali, sociali e di governance (ESG) e dal ruolo che le istituzioni finanziarie potrebbero assumere verso un mondo più sostenibile.

L'UNEPFI lavora a stretto contatto con oltre 200 membri che hanno firmato una dichiarazione d'impegno. Partecipano a questa partnership banche, assicurazioni e fondi di investimento, ovvero i tre principali settori della finanza. Inoltre, l'ONU con il settore finanziario guida una serie di collaborazioni con altre organizzazioni partner al fine di aumentare la consapevolezza ed il supporto per attività critiche.

United Nations Global Compact¹³



La “United Nations Global Compact” è una piattaforma leader nello sviluppo ed implementazione di pratiche aziendali responsabili.

Lanciata nel 2000, rappresenta la più grande iniziativa di sostenibilità al mondo con più di 8800 aziende che vi aderiscono.

Incoraggia le imprese di tutto il mondo a promuovere un quadro economico mondiale sano e sostenibile. Alle aziende ed alle organizzazioni che vi aderiscono è richiesto di condividere all'interno delle proprie operazioni ed all'interno delle proprie strategie, un insieme di principi relativi a diritti umani, standard lavorativi, tutela dell'ambiente e lotta alla corruzione.

¹² **Fonte:** ONU, *What is UN Environment Finance Initiative?*, <https://www.unep.org/explore-topics/green-economy/what-we-do/finance-initiative>

¹³ **Fonte:** United Nations Global Compact , Sito Ufficiale <https://www.unglobalcompact.org/>

I dieci principi¹⁴

Principio I: Alle imprese è richiesto di promuovere e rispettare i diritti umani universalmente riconosciuti nell'ambito delle rispettive sfere di influenza.

Principio II: Alle imprese è richiesto di assicurarsi di non essere, seppure indirettamente, complici negli abusi dei diritti umani.

Principio III: Alle imprese è richiesto di sostenere la libertà di associazione dei lavoratori e riconoscere il diritto alla contrattazione collettiva.

Principio IV: Alle imprese è richiesto di sostenere l'eliminazione tutte le forme di lavoro forzato e obbligatorio.

Principio V: Alle imprese è richiesto di sostenere l'effettiva eliminazione del lavoro minorile.

Principio VI: Alle imprese è richiesto di sostenere l'eliminazione di ogni forma di discriminazione in materia di impiego e professione.

Principio VII: Alle imprese è richiesto di sostenere un approccio preventivo nei confronti delle sfide ambientali.

Principio VIII: Alle imprese è richiesto di intraprendere iniziative che promuovano una maggiore responsabilità ambientale

Principio IX: Alle imprese è richiesto di incoraggiare lo sviluppo e la diffusione di tecnologie che rispettino l'ambiente.

Principio X: Le imprese si impegnano a contrastare la corruzione in ogni sua forma, incluse l'estorsione e le tangenti.

¹⁴ **Fonte:** Global Compact Network Italia, *I Dieci iPrincipi*, <https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/i-dieci-principi/introduzione.html>

Accordo di Parigi¹⁵

È il primo accordo universale riguardante i cambiamenti climatici, stipulato durante la conferenza di Parigi sul clima (COP21) nel dicembre 2015. L'Unione Europea ed i suoi stati membri sono tra le 190 parti firmatarie di tale accordo. L'accordo è stato negoziato dai 197 stati membri della Convenzione delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (Unfccc).

Secondo quanto stabilito, l'accordo sarebbe entrato in vigore non appena ratificato da paesi che rappresentino almeno il 55% del totale delle emissioni globali di gas ad effetto serra. Tale risultato è stato raggiunto il 4 novembre 2016.

Ad oggi 191 Stati hanno deciso di far parte dell'Accordo di Parigi, mentre sono 195 i firmatari.

Gli obiettivi di lungo periodo dell'Accordo di Parigi sono i seguenti:

- Mantenere l'aumento medio della temperatura mondiale al di sotto di 2°C rispetto ai livelli preindustriali.
- Limitare l'aumento a 1.5°C dato che ciò ridurrebbe in misura significativa i rischi e gli impatti dei cambiamenti climatici.
- Fare in modo che le emissioni globali raggiungano il livello massimo al più presto possibile.
- Conseguire rapide riduzioni successivamente secondo le migliori conoscenze scientifiche possibili, in modo da raggiungere un equilibrio tra emissioni e assorbimenti nella seconda metà del secolo.

L'accordo prevede anche particolari obblighi per i paesi firmatari:

- Riunirsi ogni 5 anni per valutare i progressi collettivi verso gli obiettivi a lungo termine ed informare le parti affinché aggiornino e migliorino i loro contributi determinati a livello nazionale.
- Riferire agli altri Stati membri e all'opinione pubblica le azioni intraprese per migliorare la situazione climatica.
- Segnalare i progressi compiuti verso gli impegni assunti con l'accordo.
- Fornire ai Paesi in via di sviluppo un sostegno internazionale e continuo.

L'Accordo di Parigi è strettamente legato al Pacchetto di Katowice. Adottato in occasione della Conferenza delle Nazioni Unite sul clima (COP24) nel dicembre 2018, il pacchetto contiene norme, procedure ed orientamenti che rendono operativo l'Accordo di Parigi.

Al di fuori di questi negoziati, molto importante è l'azione che stanno svolgendo le imprese di questi paesi, le quali stanno adottando misure per accelerare l'azione cooperativa in materia di clima.

¹⁵ **Fonte:** Global Compact Network Italia, *I Dieci iPrincipi*, <https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/i-dieci-principi/introduzione.html>

2.2. Il ruolo dell'UE¹⁶



[Figura 4: iniziative dell'Unione Europea in materia di finanza sostenibile. Fonte Linciano N., Cafiero E., Ciavarella A., Di Stefano G., Levantini E., Mollo G., Nocella S., Santamaria R., Taverna M., (1 Giugno 2021), *La Finanza per lo sviluppo sostenibile*, CONSOB.]

Con la sottoscrizione degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite e dell'Accordo di Parigi sul clima, l'Unione Europea ha posto la sostenibilità ambientale e sociale al centro delle proprie politiche. La Commissione Europea, infatti, sta sostenendo un modello di sviluppo economico a bassa concentrazione di carbonio ed improntato all'efficienza energetica.

Allo scopo di orientare il mercato di capitali verso il finanziamento di attività economiche che contribuiscano al raggiungimento degli obiettivi citati ed alla realizzazione dell'Agenda 2030, le istituzioni europee hanno avviato un programma di riforma dei mercati finanziari.

¹⁶ **Fonte:** Abi, Assogestioni, Forum per la Finanza Sostenibile, Anasf, Etica SGR, Forum per la Finanza Sostenibile, Intesa Sanpaolo, Morningstar, (2021), *L'Unione Europea e la finanza sostenibile, Impatti e prospettive per il mercato italiano*.

Linciano N., Cafiero E., Ciavarella A., Di Stefano G., Levantini E., Mollo G., Nocella S., Santamaria R., Taverna M., (1 Giugno 2021), *La Finanza per lo sviluppo sostenibile*, CONSOB.

A dicembre 2016 infatti, la Commissione Europea ha costituito un gruppo di esperti (High-Level Expert Group on Sustainable Finance – HLEG) con il compito di elaborare raccomandazioni volte allo sviluppo della finanza sostenibile. Successivamente, sulla base di tali raccomandazioni, la Commissione Europea ha pubblicato il Piano d’Azione per finanziare la crescita sostenibile (Action Plan Financing Sustainable Growth).

2.2.1. Action Plan Financing Sustainable Growth¹⁷

Le decisioni di investimento di solito si fondano su vari fattori, ma spesso mancano fattori inerenti alle considerazioni ambientali e sociali. La finanza sostenibile si sta muovendo per far sì che questi fattori ambientali e sociali siano tenuti in considerazione da parte degli investitori. In particolare, le considerazioni ambientali fanno riferimento all’attenuazione dei cambiamenti climatici ed all’adattamento a questi, cioè sta diventando importante considerare, in fase di investimento, anche i rischi connessi a fenomeni ambientali come ad esempio le catastrofi naturali. Mentre le considerazioni di carattere sociale fanno riferimento a questioni di ineguaglianza ed inclusività.

Questo Piano d’azione sulla finanza sostenibile fa parte di una serie di sforzi ed iniziative volte a collegare la finanza alle esigenze specifiche dell’economia europea e mondiale.

In particolar modo, il piano d’azione si propone i seguenti obiettivi:

- Orientare flussi di capitale verso investimenti sostenibili.
- Gestire i rischi finanziari derivanti da cambiamenti climatici, esaurimento delle risorse, degrado ambientale e questioni sociali.
- Promuovere la trasparenza delle imprese.

Orientamento dei flussi di capitale verso un’economia più sostenibile

Gli attuali livelli di investimento non sono sufficienti a supportare un’economia sostenibile dal punto di vista sociale ed ambientale. La trasformazione dell’economia europea in un’economia più verde non ha come unico obiettivo la riduzione dell’impronta umana sull’ambiente ma ha anche come obiettivo quello di potenziare la competitività delle varie imprese tramite l’efficienza dei processi produttivi riducendo i costi della gestione delle risorse.

¹⁷ **Fonte:** Commissione Europea, (8 marzo 2018), *“Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile”*.

Gestione dei rischi finanziari derivanti da cambiamenti climatici

Attualmente i rischi ambientali e climatici non sono adeguatamente tenuti in considerazione dal settore finanziario. Con l'incremento delle catastrofi naturali di origine meteorologica, le imprese di assicurazioni si sono trovate e si troveranno ad affrontare dei costi sempre maggiori.

Allo stesso tempo anche le banche sono esposte a maggiori perdite a causa della minore redditività delle imprese più esposte ai cambiamenti climatici o altamente dipendenti da risorse naturali in via di esaurimento.

I fattori sociali come le condizioni di lavoro inadeguate e le crescenti ineguaglianze, possono incidere sulle imprese per quanto concerne i rischi giuridici. Infatti, un'impresa che non rispetta le norme internazionali sul lavoro subisce un danno d'immagine che, nella maggior parte dei casi, si traduce in perdite finanziarie.

Promozione della trasparenza delle imprese

La trasparenza delle imprese sulle questioni di sostenibilità rappresenta un requisito importante che consente agli attori del mercato finanziario di valutare adeguatamente la capacità delle stesse imprese di creare valore e di gestire i rischi legati alla sostenibilità.

Sostenibilità e visione a lungo termine sono abbinate, infatti investire negli obiettivi ambientali e sociali esige un orientamento a lungo termine. Tuttavia, il mercato attualmente si focalizza su ritorni elevati nel breve termine e di conseguenza, un elemento centrale di questo piano d'azione è quello di promuovere una maggiore trasparenza in modo tale che gli investitori possano prendere realmente in considerazione un investimento sostenibile a lungo termine.

Sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili

Introduzione di un sistema unificato a livello di UE che faccia chiarezza in merito a quali attività possano essere considerate "sostenibili". Sono fornite informazioni dettagliate sui vari settori e sulle attività ad essi pertinenti con l'introduzione di criteri, soglie e metriche di valutazione.

Si tratta di un sistema molto complesso con una classificazione altamente tecnica e, per tale ragione, ci sarà bisogno di tempo prima di poter giungere ad una tassonomia di sostenibilità a livello UE che copra gli aspetti climatici, ambientali e sociali. La Commissione Europea, infatti, ha proposto un approccio graduale, introducendo prima una tassonomia riguardante l'attenuazione e l'adattamento climatico per poi passare ad una seconda fase in cui la tassonomia andrà a ricoprire le restanti attività ambientali e sociali.

Promozione di investimenti in progetti sostenibili

La mobilitazione del capitale privato in progetti sostenibili rappresenta un requisito fondamentale per ottenere un modello economico più sostenibile. La Commissione Europea ha potenziato in modo significativo il sostegno finanziario agli investimenti per infrastrutture sostenibili in particolare attraverso il FEIS ed il Polo europeo di consulenza sugli investimenti. Il FEIS, infatti, è stato in grado di raccogliere quasi 265 mld di euro di investimenti privati destinati a progetti strategici in tutta l'Unione Europea. Il Polo Europeo di consulenza sugli investimenti, invece, fornisce una consulenza a livello regionale e locale per la promozione di progetti con incidenza climatica, ambientale e sociale.

Centralità della consulenza finanziaria

Attraverso la consulenza, le imprese di investimento ed i distributori di prodotti assicurativi possono svolgere un ruolo centrale nell'orientamento del sistema finanziario verso la sostenibilità. La direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari e la direttiva sulla distribuzione assicurativa (IDD) impongono alle imprese di investimento ed ai distributori dei prodotti assicurativi di offrire prodotti adeguati alle esigenze dei clienti nel momento in cui offrono consulenza. Per tale motivo, tali imprese dovrebbero chiedere ai clienti informazioni circa le loro preferenze al fine di offrire strumenti finanziari adeguati.

Indici di riferimento in materia di sostenibilità

Gli indici di riferimento hanno un ruolo importante nella determinazione del prezzo di tutti i vari strumenti finanziari e riflettono gli obiettivi di sostenibilità in maniera limitata. Per tale motivo i fornitori di indici stanno elaborando degli indici di riferimento ESG per cogliere gli obiettivi di sostenibilità.

Sostenibilità nella ricerca di mercato e rating di credito

Negli ultimi anni i fornitori di ricerche di mercato e le agenzie di rating hanno intensificato i loro sforzi per valutare la prestazione ambientale, sociale e di governance delle varie aziende. Tali valutazioni sono importanti in quanto contribuiscono ad un'allocazione del capitale più sostenibile. La Commissione sta lavorando molto affinché ci sia la promozione di una metodologia chiara, trasparente e comune nella determinazione del rating ESG delle aziende da parte delle varie agenzie.

Obblighi in materia di sostenibilità per gli investitori istituzionali ed i gestori di attività

Vari strumenti legislativi dell'Unione impongono agli investitori istituzionali ed ai gestori di attività di agire seguendo degli obblighi fiduciari, ovvero agire nell'interesse dei loro investitori finali/ beneficiari e, tra questi obblighi, ci sono anche quelli inerenti la sostenibilità.

Nonostante ciò, gli investitori non tengono realmente in considerazione i rischi legati alla sostenibilità ambientale e sociale nelle loro decisioni di investimento e, pertanto, la Commissione si sta impegnando nel dare un giusto peso ed una giusta importanza a tali tematiche.

Requisiti per le banche e le imprese di assicurazione

Banche, imprese di assicurazione e fondi pensione costituiscono un serbatoio di risparmi da investire. Questi però potrebbero essere esposti ai rischi connessi allo sviluppo economico non sostenibile, basti pensare, ad esempio, che metà degli attivi delle banche europee sono esposti a rischi connessi ai cambiamenti climatici. Occorre, quindi, una maggiore integrazione dei rischi climatici e degli altri fattori ambientali nella regolamentazione. La Commissione sta optando per l'inserimento di requisiti patrimoniali che riflettano adeguatamente il rischio delle attività sostenibili detenute da banche e da imprese di assicurazione.

Comunicazione e contabilità

Le comunicazioni societarie sulle questioni ambientali permettono agli investitori di valutare al meglio il proprio eventuale investimento considerando nella maniera migliore possibile tutti i rischi connessi alla sostenibilità. Dal 2018, la direttiva dell'UE sulla comunicazione dei rischi di carattere non finanziario impone agli enti di interesse pubblico di comunicare informazioni rilevanti su aspetti di natura ambientale, sociale e di governance e sulla gestione dei rischi che ne risultano. Per quanto riguarda invece la comunicazione di informazioni da parte del settore finanziario, è necessario aumentare la trasparenza dei gestori di attività e degli investitori istituzionali. La Commissione ha anche affrontato il problema inerente alla nuova norma contabile sugli strumenti finanziari che potrebbe avere degli effetti negativi sugli investimenti a lungo termine come, ad esempio, quelli in materia di sostenibilità ambientale, sociale e di governance. Per tale motivo, la Commissione si sta muovendo affinché i nuovi principi contabili non vadano a scoraggiare direttamente o indirettamente gli investimenti sostenibili a lungo termine.

Governo societario e visione a breve termine del mercato dei capitali

Il governo societario può contribuire in maniera significativa ad un'economia più sostenibile, consentendo alle imprese di adottare provvedimenti necessari per elaborare nuove tecnologie, rafforzare i modelli imprenditoriali e migliorare le prestazioni.

Nonostante gli sforzi di numerose imprese, è possibile che i manager delle società siano diventati eccessivamente concentrati sulle prestazioni finanziarie a breve termine trascurando le opportunità e i rischi annessi alla sostenibilità ambientale e sociale.

Attuazione del piano d'azione

Questo Piano d'azione evidenzia l'importanza e l'urgenza di elaborare una tassonomia dell'UE che fornisca definizioni unificate e garantisca l'affidabilità delle informazioni sugli investimenti sostenibili. La tassonomia dell'UE interesserà l'attenuazione dei cambiamenti climatici per poi includere altre tematiche come l'adattamento agli stessi cambiamenti climatici e la sostenibilità sociale.

L'attuazione del piano d'azione associa azioni non legislative ed azioni legislative con l'obiettivo di modificare le norme esistenti.

Nel breve periodo, il piano d'azione invita le autorità europee di vigilanza a sostenere la sua attuazione. Queste autorità europee dovrebbero fornire delle linee guida che portino le stesse imprese a considerare in maniera opportuna gli aspetti della sostenibilità ambientale e sociale.

A lungo termine, la Commissione dovrà valutare la creazione di una struttura di governance più stabile che avrà il ruolo di fungere da piattaforma pubblico-privato in cui riunire esperti e partecipanti al mercato da un lato e organismi del settore pubblico, come le autorità di vigilanza, la Banca Europea per gli investimenti (BEI) dall'altro.

Il compito di questa piattaforma è quello di sorvegliare i principi per garantire lo sviluppo della tassonomia dell'UE in maniera di sostenibilità. La stessa piattaforma potrebbe fornire

consulenza alla Commissione sulle future azioni da intraprendere in materia di finanza sostenibile.

La Commissione Europea ha mosso un primo passo verso l'attuazione del piano d'azione con la pubblicazione il 24 maggio 2018 di un insieme di proposte legislative denominato "Sustainable Finance Package".

Questo pacchetto di misure comprendeva : una proposta di regolamento per l'individuazione di criteri unitari volti a determinare il grado di sostenibilità di un investimento , ossia una disciplina armonizzata della tassonomia delle attività sostenibili , poi approvata il 18 giugno 2020 (Regolamento Tassonomia); una proposta di regolamento per l' introduzione di nuovi obblighi di Disclosure in capo agli intermediari riguardante le modalità adottate per l'integrazione dei fattori di sostenibilità ESG nelle scelte di investimento e nelle attività di consulenza, poi approvata il 27 novembre 2019 (Regolamento Disclosure); una proposta di regolamento di modifica del Regolamento UE esistente, con l'introduzione di due nuovi indici di riferimento che tengono conto di alcuni aspetti di sostenibilità ambientale, adottato poi il 27 novembre 2019.

Il Regolamento Disclosure¹⁸

Il Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio introduce obblighi informativi armonizzati in merito alle modalità adottate per integrare i rischi di sostenibilità ed i fattori ESG nelle scelte di investimento e nelle attività di consulenza. In particolare, tali obblighi informativi possono essere differenziati in cinque categorie:

- Informativa relativa alle policies in materia di sostenibilità adottate a livello di entità;
- Informativa precontrattuale;
- Informativa da pubblicare sul sito internet in merito a prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali;
- Informativa periodica in merito ai risultati conseguiti con riferimento ai prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali, o che hanno ad oggetto investimenti sostenibili;
- Informativa veicolata per il tramite delle comunicazioni di marketing.

Questo Regolamento introduce anche una definizione di investimenti sostenibili descrivendoli come investimenti in attività economiche che contribuiscono alla realizzazione di obiettivi ambientali, sociali, o ad una combinazione di essi.

Il Regolamento Disclosure assegna un ruolo centrale al Comitato congiunto delle ESAs nello sviluppo di progetti di standard tecnici.

¹⁸ **Fonte:** Parlamento Europeo, Consiglio Europeo, (27 novembre 2019), *Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Testo rilevante ai fini del SEE)*

Possiamo concludere quindi, affermando che il Regolamento Disclosure ha come obiettivo quello di ridurre le asimmetrie informative che si creano in un tipico rapporto principale-agente. In questo caso particolare, il principale è rappresentato dal soggetto interessato ad investire, mentre l'agente non è altro che il partecipante al mercato finanziario.

Questo obiettivo di riduzione delle asimmetrie informative è perseguito dal legislatore europeo tramite l'introduzione di obblighi informativi destinati ai partecipanti ai mercati finanziari ed ai consulenti finanziari. Tutto ciò mira, allo stesso tempo, a favorire l'incontro tra domanda ed offerta dei prodotti finanziari sostenibili.

Modifiche del Regolamento Benchmark¹⁹

Sono state apportate ulteriori significative modifiche al Regolamento Benchmark. Innanzitutto, sono stati previsti nuovi obblighi informativi di carattere generale relativi alla sostenibilità. In secondo luogo, si impone agli amministratori, che sono ubicati nell'Unione Europea, di adoperarsi entro il 1° gennaio 2022 a fornire uno o più indici di riferimento UE di transizione climatica.

Con l'introduzione degli indici di riferimento UE di transizione climatica e degli indici di riferimento UE allineati con l'Accordo di Parigi e con l'utilizzo di una metodologia collegata agli impegni in materia di riduzione delle emissioni di carbonio, si perseguono obiettivi volti alla trasparenza della performance ambientali di un portafoglio di investimento evitando fenomeni di green-washing.

La necessità di adottare questa disciplina a livello europeo è sorta dalla proliferazione sul mercato di diverse categorie di indici di basse emissioni di carbonio. Tale proliferazione avrebbe potuto generare confusione tra coloro che utilizzano tali indici. Quindi la Commissione ha ritenuto fondamentale introdurre un nuovo quadro normativo che stabilisse requisiti minimi per gli indici di riferimento UE relativi alla transizione climatica e per gli indici UE allineati con l'Accordo di Parigi.

¹⁹ **Fonte:** Parlamento Europeo, Consiglio Europeo, (27 novembre 2019), *Regolamento (UE) 2019/2089 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento*

Il Regolamento Tassonomia²⁰

Cosa ha proposto la Commissione?

La tassonomia è un sistema di classificazione che ha le caratteristiche di una lista su cui sono riportati obiettivi specifici. La Commissione si propone di definire quali sono le attività economiche che possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale.

Attualmente, infatti, non c'è una comprensione di quali attività economiche possano essere considerate sostenibili.

Per tale ragione, la tassonomia proposta dall'UE fornisce un unico sistema di classificazione di tali attività sostenibili evitando una frammentazione del mercato. Allo stesso tempo, la tassonomia cerca di proteggere gli investitori privati mitigando i rischi di green-washing, ovvero impedendo che sia utilizzato il marketing per promuovere prodotti e politiche aziendali come rispettosi dell'ambiente quando in realtà non lo sono.

Questo regolamento stabilisce quattro condizioni che devono essere soddisfatte affinché un'attività economica sia considerata ecologicamente sostenibile ai fini di investimento:

- L'attività in questione deve contribuire in modo sostanziale ad uno dei sei obiettivi ambientali previsti dal regolamento.
- L'attività non deve essere in contrasto con nessuno degli altri cinque obiettivi ambientali.
- L'attività deve rispettare alcuni criteri tecnici.

I sei obiettivi ambientali proposti dal regolamento sono:

- 1) Mitigazione dei cambiamenti climatici;
- 2) Adattamento ai cambiamenti climatici;
- 3) Uso sostenibile e protezione dell'acqua e delle risorse marine;
- 4) Passaggio ad un'economia basata sulla riduzione dei rifiuti e riciclaggio;
- 5) Prevenzione dell'inquinamento;
- 6) Protezione di un ecosistema sano e salutare.

Però, al fine di ottenere una determinazione più granulare e precisa di quelle che sono le attività economiche sostenibili c'è bisogno di uno screening che si avvale di alcuni criteri tecnici.

²⁰ **Fonte:** Commissione Europea, (21 Aprile 2021), *"Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo"*

Caratteristiche dei Criteri tecnici

- Si devono basare su un'evidenza scientifica;
- Si devono basare sulla legislazione comunitaria (Unione Europea), ad esempio si devono rifare a delle metodologie per misurare l'impatto ambientale.
- Devono garantire che le attività siano trattate allo stesso modo se contribuiscono allo stesso modo al raggiungimento di uno o più obiettivi ambientali.
- Devono tenere in considerazione della natura e della scala dell'attività economica in questione.

Questi criteri di screening tecnico, quindi, a partire da politiche inerenti i cambiamenti climatici e l'ambiente, devono fornire una lista ben definita di attività sostenibili, messa a disposizione dei vari investitori.

Tassonomia sulle tematiche sociali e di governance

Per ora, la tassonomia include solo quelle attività che contribuiscono ad uno o più obiettivi ambientali. Nella Regolamentazione attuale c'è una clausola che prevede, dal 2021 e successivamente ogni tre anni, di valutare se estendere la valutazione della tassonomia anche a scopi sociali e di governance.

La principale motivazione per cui ci si sofferma in prima analisi su obiettivi ambientali è che non c'è sufficiente conoscenza di come degli obiettivi sociali possano essere integrati nella tassonomia.

Utilizzo della tassonomia

La tassonomia essenzialmente è utilizzata dai seguenti soggetti:

- Stati membri al fine di determinare eventuali misure che stabiliscono requisiti per gli attori del mercato per quanto concerne prodotti finanziari o obbligazioni societarie ritenuti sostenibili dal punto di vista ambientale.
- Operatori di mercati finanziari che offrono prodotti finanziari come, ad esempio, investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale o con caratteristiche simili.
- La tassonomia può essere usata anche su base volontaria da qualsiasi istituto finanziario, ad esempio dalle banche come base per le loro attività di prestito. La tassonomia, inoltre, dovrebbe incoraggiare le aziende a raccogliere fondi per progetti che soddisfano criteri della tassonomia stessa.

Collegamento tra tassonomia e rischi per la sostenibilità

Gli investitori istituzionali devono comunicare come integrano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei loro processi di valutazione dei rischi e come vengono raggiunti determinati obiettivi di sostenibilità.

Ai partecipanti dei mercati finanziari è, inoltre, richiesto di divulgare il grado di sostenibilità ambientale annesso ai prodotti finanziari da loro proposti.

I partecipanti ai mercati finanziari che offrono prodotti finanziari “verdi” dovranno quindi:

- Indicare come raggiungono il loro obiettivo di sostenibilità ambientale.
- Fare riferimento alla tassonomia dell’UE quando si va a descrivere il grado di “verde” di un dato prodotto.

Collegamento tra attività sostenibili e strategie di investimento

La tassonomia permette di identificare quali sono gli asset o le aziende che contribuiscono in maniera sostanziale al raggiungimento di obiettivi di carattere ambientale, ma allo stesso tempo permette a tutti i partecipanti del mercato di utilizzare la stessa tassonomia come guida per la selezione degli investimenti.

Ruolo della Tassonomia a supporto dell’Autorità di Supervisione Europea

La Commissione lavora in maniera continua con l’ESA (European Supervisory Authorities). La tassonomia ha un ruolo di supporto importante per la Commissione e per l’ESA nel considerare tutti i rischi annessi ai vari fattori ambientali che potrebbero caratterizzare l’attività di una qualsiasi azienda sostenibile dal punto di vista ambientale. Successivamente, dopo un’attenta analisi dei rischi, la Commissione determina l’ammontare medio di capitale che potrebbe essere richiesto da un’azienda per poter diventare sostenibile.

2.2.2 Technical Expert Group (TEG)²¹

La stessa Commissione Europea si sta muovendo per promuovere l'integrazione dei criteri ESG nell'attività di consulenza. Nel giugno 2018 è stato nominato un Technical Expert Group (TEG) on Sustainable Finance. Questo gruppo è formato da 35 esperti in materia di finanza sostenibile costituito dalla Commissione Europea. La sua funzione è quella di supportare la Commissione ad attuare l'Action Plan attraverso studi approfonditi su:

- Tassonomia con priorità su temi ambientali.
- Miglioramento delle linee guida relative alla rendicontazione delle informazioni legate al clima fornite da imprese di grandi dimensioni.
- Criteri comuni per la costruzione di benchmark low-carbon e positive-carbon impact.
- Green Bond Standard, ovvero una certificazione europea di qualità per le obbligazioni verdi.

Membri del TEG

Questo gruppo di esperti è composto da:

- 32 organizzazioni incluse le aziende, associazioni di settore, università ed istituti di ricerca.
- Due esperti scelti per le loro competenze e capacità operanti in maniera indipendente dal pubblico interesse.
- Un individuo scelto per rappresentare l'interesse comune condiviso dagli stakeholders.

Questi membri lavorano sia con riunioni formali plenarie sia in quattro sottogruppi per ciascuno dei temi di lavoro.

Ruolo del TEG

Il TEG ha il ruolo di determinare un primo elenco di attività economiche ambientalmente sostenibili e, sviluppare successivamente i criteri di vaglio tecnico che determinano in quali condizioni tali attività sono considerate sostenibili. Il TEG dovrebbe intraprendere il proprio lavoro con gli obiettivi ambientali di mitigazione del cambiamento climatico e adattamento ad esso.

²¹ **Fonte:** Unione Europea,(27 Aprile 2020), *Gruppo Tecnico di Esperti dell'Unione Europea sulla Finanza Sostenibile.*

Cosa sono i Green Bond Standard?

Attualmente il mercato delle obbligazioni verdi dell'UE deve ancora raggiungere il suo pieno potenziale; infatti, oggi rappresenta una percentuale modesta delle obbligazioni in circolazione emesse all'interno del territorio europeo.

Uno degli obiettivi principali dell'avere uno standard dell'Unione Europea per i green bond è quello di spingersi verso un mercato più unificato tramite la definizione di caratteristiche dello standard e tramite le raccomandazioni di un gruppo di esperti.

Tuttavia, il lavoro del TEG nella definizione di uno standard per i Green Bond necessita di una comprensione maggiore all'interno del contesto e dell'ambiente di lavoro della Commissione Europea.

2.2.3 High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe

I lavori della Commissione Europea si sono finora concentrati sugli obiettivi ambientali e climatici, mentre la riflessione sui temi sociali è stata sviluppata dall'High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe.

L' High-Level Task Force on Investing in Social Infrastructure in Europe è stata costituita a febbraio 2017 dall'European Long-Term Investors Association in collaborazione con la Commissione Europea. Il gruppo costituente di esperti era composto da rappresentanti della Commissione UE, della Banca Europea per gli Investimenti (BEI), del Consiglio della Banca Europea dello Sviluppo, di Istituti nazionali di promozione dello sviluppo economico, di associazioni ed esperti del settore sociale.

L'obiettivo della (HLTF) è quello di promuovere una maggior consapevolezza da parte della classe politica sul ruolo centrale delle infrastrutture utili alla crescita economica ed al benessere dei cittadini.

A gennaio 2018 l'High Level Task Force ha elaborato una serie di raccomandazioni sulle possibili modalità di finanziamento per incrementare gli investimenti nelle infrastrutture sociali.

A gennaio 2019, il Parlamento Europeo ha stabilito l'inizio di InvestEU operativo dal 2021 al 2027. InvestEU si concentra su quattro aree tematiche:

- Piccole e Medie Imprese (PMI)
- Ricerca ed Innovazione
- Infrastrutture sostenibili
- Investimenti ad impatto sociale

Il piano si focalizza sulla necessità di investimenti legati alle infrastrutture sociali supportando progetti nel campo dell'educazione e salute.

InvestEU non fornisce finanziamenti diretti ma segue la via della garanzia pubblica avvalendosi del fondo di garanzia pubblica.

2.2.4. La Nuova Strategia della Commissione Europea²²

La Commissione Europea si sta spingendo sempre più avanti in tema di finanza sostenibile. Infatti, è stata proposta la nuova strategia per la finanza sostenibile che definisce alcune iniziative per affrontare i cambiamenti climatici aumentando gli investimenti nella transazione dell'Unione Europea verso un 'economia sostenibile. La proposta di norma europea per le obbligazioni verdi andrà a creare uno standard per le obbligazioni che finanziano investimenti sostenibili. La Commissione ha adottato oggi un atto delegato relativo alle informazioni che le società finanziarie e non finanziarie sono tenute a comunicare sulla sostenibilità delle loro attività.

Tutte queste iniziative mettono in mostra come l'Unione Europea abbiamo un ruolo di leader nella definizione di norme internazionali per la finanza sostenibile.

Green Deal Europeo²³

Ma cos'è il Green Deal Europeo?

Si tratta di una strategia a cui lavorano sia la Commissione che il Parlamento ed il Consiglio Europeo. L'obiettivo principale è quello di dare un contributo, come Comunità Europea, per limitare l'aumento del riscaldamento globale. L'Unione Europea si è impegnata ad azzerare le proprie emissioni inquinanti entro il 2050 ed a rispettare una serie di obiettivi intermedi per il 2030 ed il 2050. Da questo obiettivo principale ne scaturiscono altri più specifici.

Tra questi obiettivi più specifici ne citiamo alcuni:

1. Rendere pulita la produzione di energia elettrica, responsabile al momento del 75% dell'emissione di gas serra all'interno dell'Unione Europea.
2. Potenziare la diffusione delle energie rinnovabili e smettere di incentivare l'uso di combustibili fossili.
3. Rendere sostenibili una serie di attività umane che al momento consumano una grande quantità di energia o che producono una quantità eccessiva di inquinamento. Ciò significa introdurre nuove regole per costruire o ristrutturare case ed industrie, rendere meno inquinanti i processi produttivi, potenziare i trasporti pubblici, promuovere la biodiversità ed infine rendere più diffusa l'economia circolare.

²² **Fonte:** Commissione Europea, (6 luglio 2021) , *Comunicato Stampa "La Commissione presenta una nuova strategia per rendere il sistema finanziario dell'UE più sostenibile e propone una nuova norma europea per le obbligazioni verdi"*.

²³ **Fonte:** Commissione Europea, *Un Green Deal europeo. Puntare a essere il primo continente ad impatto climatico zero.*

https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it

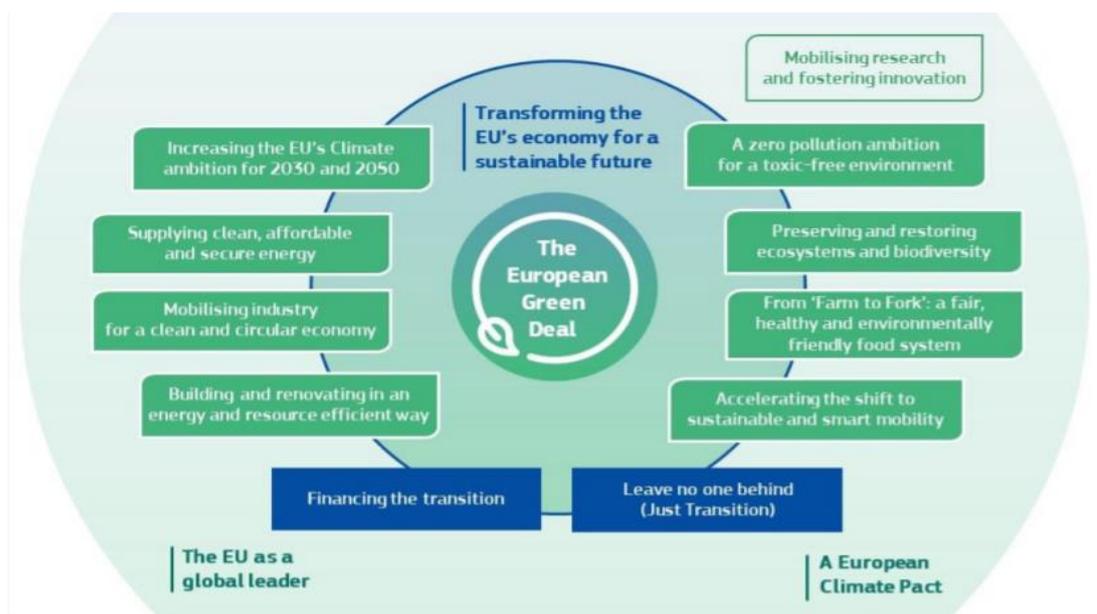
Per ogni obiettivo del Green Deal, la commissione diffonderà un piano strategico ed un'azione concreta per cercare di raggiungere tale obiettivo.

Le misure più importanti e, delle quali si sta discutendo di più sono due:

1. La Legge sul Clima: ufficializza l'intenzione di azzerare le emissioni nette in tutta l'Unione entro il 2050. Inoltre, stabilirà alcuni principi fondamentali che l'Unione considererà in futuro riguardanti il benessere dei cittadini, la prosperità della società, la competitività economica, l'efficienza energetica, la sicurezza e la protezione dei consumatori più vulnerabili.
2. Fondo per una transizione giusta: "salvadanaio" che serve per finanziare iniziative sostenibili nelle regioni europee più arretrate e vulnerabili. Tali zone, infatti, sono quelle che potrebbero subire notevoli perdite di lavoro nel passaggio da un'economia basata sulla manifattura pesante con produzione a combustibili fossili ad un'economia basata sull'utilizzo di fonti energetiche più sostenibili che, tra l'altro, necessiteranno di meno forza lavoro.

Il Green Deal europeo, inoltre, rappresenta un modo per superare definitivamente la pandemia di COVID-19.

Dal Green Deal europeo è emerso che per poter passare ad un'economia climaticamente neutra, c'è bisogno di investimenti in tutti i settori. Gran parte di questi investimenti dovranno necessariamente provenire dal privato, così come sarà necessario orientare i flussi di capitali privati verso investimenti più sostenibili ed andare allo stesso tempo a rivedere tutto il quadro finanziario europeo. Inoltre, è emerso che gli investitori dovrebbero poter individuare in maniera più semplice gli investimenti ecosostenibili e garantirne, di conseguenza, la credibilità.



[Figura 5: Schema che rappresenta il Green Deal Europeo. Fonte: Abi , Assogestioni , Forum per la Finanza Sostenibile , Anasf, Etica SGR ,Forum per la Finanza Sostenibile , Intesa Sanpaolo , Morningstar , 2021 , L'Unione Europea e la finanza sostenibile, Impatti e prospettive per il mercato italiano]

Nuova strategia per la finanza sostenibile²⁴

L'impegno dell'Unione Europea nella lotta ai cambiamenti climatici è sempre più forte. Infatti, la Commissione ha intrapreso una strada caratterizzata da provvedimenti inediti per realizzare quelle che sono le basi su cui si fonderà una finanza sostenibile. La sostenibilità rappresenta un punto di partenza importante nella fase di ripresa dell'Unione Europea dalla pandemia di COVID-19 ed il settore finanziario avrà un ruolo importante nel conseguimento degli obiettivi del Green Deal europeo.

La nuova strategia per la finanza sostenibile, questa si basa su sei linee d'intervento:

1. Ampliare l'attuale arsenale legislativo sulla finanza sostenibile per facilitare l'accesso al finanziamento da parte delle imprese;
2. Rendere la finanza sostenibile più inclusiva nei confronti di PMI e consumatori dotandoli degli strumenti e degli incentivi giusti per accedere al finanziamento;
3. Rafforzare la resilienza del sistema economico e finanziario ai rischi che incombono sulla sostenibilità;
4. Aumentare il contributo del settore finanziario alla sostenibilità;
5. Garantire l'integrità del sistema finanziario dell'UE;
6. Creare iniziative e norme internazionali di finanza sostenibile e sostenere i paesi partner dell'UE.

La Commissione si adopererà affinché tale strategia sia attuata entro la fine del 2023 sostenendo attivamente gli Stati membri nei loro sforzi di adesione alla finanza sostenibile.

Norma europea per le obbligazioni verdi

La Commissione ha proposto un regolamento su una norma volontaria per le obbligazioni verdi (European Green Bond Standard) che introdurrà uno standard rigoroso a cui tutti gli emittenti potranno aderire volontariamente. In settori come la produzione e la distribuzione di energia, l'edilizia efficiente e le infrastrutture di trasporto a basse emissioni di carbonio, le obbligazioni verdi sono già usate per raccogliere finanziamenti. La norma europea per le obbligazioni verdi stabilirà uno standard di riferimento sull'uso che le imprese e le autorità pubbliche possono fare di questi strumenti per raccogliere fondi sul mercato finanziario con la finalità di finanziare investimenti ambiziosi rispettando i requisiti di sostenibilità.

In particolare, gli emittenti di obbligazioni verdi disporranno di uno strumento che dimostri il fatto che stanno finanziando progetti ecocompatibili in linea con la tassonomia UE, mentre gli investitori che comprano le obbligazioni potranno comprendere in maniera più semplice quali sono gli investimenti sostenibili.

²⁴ **Fonte:** Commissione Europea, (6 luglio 2021), Comunicato Stampa "La Commissione presenta una nuova strategia per rendere il sistema finanziario dell'UE più sostenibile e propone una nuova norma europea per le obbligazioni verdi".

A questa norma potrà aderire qualsiasi emittenti di obbligazioni verdi, anche quelli che non hanno sede nell'Unione Europea. Il quadro proposto prevede quattro requisiti principali:

1. I fondi raccolti dall'obbligazione dovranno essere interamente assegnati a progetti conformi al regolamento ed alla Tassonomia;
2. Ci deve essere trasparenza sulle modalità di assegnazione dei proventi delle obbligazioni verdi;
3. Tutte le obbligazioni verdi dell'UE devono essere controllate da un revisore esterno per garantire che il regolamento sia rispettato ed i progetti siano allineati alla tassonomia;
4. I revisori esterni che forniscono servizi agli emittenti di obbligazioni verdi dell'UE devono essere registrati e controllati dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, in modo da garantire la qualità e l'affidabilità dei loro servizi e delle loro revisioni a tutela degli investitori e dell'integrità del mercato.

Finanza sostenibile e tassonomia UE

Per evitare che si realizzi uno pseudo ecologismo, i mercati e gli investitori hanno bisogno di informazioni chiare sulla sostenibilità. È stato introdotto un atto delegato che va ad integrarsi al regolamento sulla tassonomia. Tale atto specifica il contenuto, la metodologia e la modalità di presentazione delle informazioni che le grandi società devono comunicare circa le loro attività allineate con la tassonomia dell'UE.

Le società non finanziarie dovranno comunicare la quota del loro fatturato, delle spese in conto capitale e delle spese operative associate alle attività economiche ecosostenibili.

Gli istituti finanziari dovranno indicare la quota delle attività economiche ecosostenibile nel totale delle attività che finanziano o in cui investono.

2.2.5. Altre iniziative in materia di finanza sostenibile²⁵

Quelle descritte nei paragrafi precedenti rappresentano solo una parte delle iniziative promosse dalle istituzioni europee al fine di orientare il sistema finanziario verso il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità. E', pertanto, utile ricordare una serie di ulteriori iniziative, complementari a quelle già analizzate, che mirano allo stesso modo all'attuazione del Piano di azione sulla finanza sostenibile.

Regole sull'intermediazione mobiliare

Nel maggio 2018, la Commissione ha pubblicato il primo pacchetto di misure legislative inerenti alla finanza sostenibile, con l'obiettivo di includere la considerazione dei criteri ESG nella disciplina dei servizi di investimento. Il 21 aprile 2021 la Commissione ha adottato sei atti delegati modificativi relativi alla consulenza in materia di investimenti ed assicurazioni al fine di garantire che le imprese finanziarie, i gestori di attivi o gli assicuratori includano la sostenibilità nelle loro procedure e nella consulenza in materia di investimenti fornita ai clienti.

Il quadro normativo comporterà quindi degli effetti significativi sotto il profilo dei cambiamenti organizzativi necessari a garantire un'adeguata considerazione dei fattori ESG nelle varie fasi decisionali.

Gli effetti di tali modifiche normative saranno maggiormente significativi sulle seguenti aree:

- Processo di product governance;
- Processo di valutazione dell'adeguatezza;
- Valutazione degli effetti degli investimenti ESG sulla gestione dei rischi con il relativo coinvolgimento delle funzioni di Risk Management
- Processo di individuazione e gestione dei conflitti d'interesse;
- Trasparenza e informativa alla clientela;

Per gli intermediari finanziari, quindi, è importante considerare la componente di sostenibilità nei propri processi e procedure aziendali. I criteri ESG assumono un ruolo centrale specie nei processi decisionali e nelle varie politiche aziendali.

I prodotti che posseggono caratteristiche di sostenibilità dovranno presentare anche una documentazione che ne descrive il mercato di riferimento.

Per quanto riguarda l'identificazione e la gestione delle situazioni di conflitto d'interesse, di cui prima introdotto, è necessario porre una specifica attenzione ai conflitti d'interesse inerenti alle attività di distribuzione di strumenti finanziari rientranti nella sfera degli investimenti sostenibili. Quindi gli intermediari dovranno garantire che l'introduzione di rischi annessi all'inclusione dei criteri ESG non porti a conflitti d'interesse.

²⁵ **Fonte:** Pwc, (30 Aprile 2019), *Finanza Sostenibile, L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari.*

Il marchio ecolabel e la definizione di un green bond standard

La Commissione Europea ha promosso due iniziative: estensione del marchio ecolabel europeo (marchio di qualità ecologica dell'Unione Europea, Ecolabel UE) che contraddistingue prodotti e servizi che pur garantendo elevati standard prestazionali sono caratterizzati da un ridotto impatto ambientale durante l'intero ciclo di vita) anche a determinate categorie di prodotti finanziari sostenibili ed una proposta per la definizione di un green bond standard europeo.

Per quanto concerne la prima iniziativa, nel marzo 2019 è stata presentata una prima proposta di ecolabel UE per i prodotti finanziari sostenibili. Tale proposta prevede l'estensione del marchio europeo anche a determinate categorie di prodotti finanziari caratterizzati da ben precisi requisiti di sostenibilità. In tal modo è perseguito l'obiettivo di rendere più semplice l'identificazione dei prodotti che rispettano i requisiti di sostenibilità, andando a proteggere gli investitori da pratiche come quelle di green-washing.

La Commissione europea dovrà cercare un bilanciamento tra due diverse necessità: da un lato trovare una serie di prodotti finanziari sostenibili, dall'altro, salvaguardare l'integrità del marchio Ecolabel europeo mediante l'introduzione delle sole attività economiche che effettivamente contribuiscono al miglioramento dell'ecosistema.

Per quanto riguarda la creazione di uno standard europeo per i green bonds, il TEG nel giugno 2019 ha pubblicato un rapporto in cui propone la creazione di uno standard per i green bond di carattere volontario per promuovere e rafforzare la trasparenza e la fiducia nel mercato dei green bonds. Questo rapporto del TEG è stato poi aggiornato nel marzo 2020 con ulteriori raccomandazioni. Lo standard proposto dal TEG prevede che le risorse finanziarie raccolte tramite l'offerta di un EU green bond siano utilizzate per finanziare un progetto qualificato come green. Al momento dell'emissione, l'emittente dovrà pubblicare un Green Bond Framework con cui si mette in evidenza l'allineamento dell'obbligazione ai criteri del Green Bond Standard, tale allineamento inoltre dovrà essere certificato da un soggetto esterno.

Revisione della direttiva sull'informazione non finanziaria

Il 20 febbraio 2020 è stata lanciata una consultazione pubblica in materia di revisione della NFRD (Non-Financial Reporting Directive) che si è conclusa l'11 giugno 2020. L'iniziativa segue l'inception impact assessment pubblicato il 30 gennaio 2020 da cui è emersa la necessità di informazioni ESG.

La revisione NFRD intende quindi:

- Assicurare agli investitori un accesso alle informazioni non finanziarie adeguate per poter tenere conto dei rischi e delle opportunità connessi a fattori di sostenibilità nelle proprie decisioni di investimento;
- Maggior responsabilità delle imprese per quanto concerne gli impatti sulla società e l'ambiente.

Per quanto riguarda la standardizzazione del reporting non finanziario, l'European Reporting Advisory Group, l'8 marzo 2021, ha pubblicato due rapporti che riconoscono l'importanza di coordinare lo sviluppo in Europa degli standard di rendicontazione di sostenibilità.

La standardizzazione assume un ruolo fondamentale nell'attuazione del Green Deal, nel coordinamento con la disciplina europea sugli obiettivi di sostenibilità, tra cui il Regolamento Disclosure, il Regolamento Tassonomia e le nuove iniziative in materia di corporate governance sostenibile e due diligence.

Il 21 aprile 2021 la Commissione Europea si è mossa verso una proposta di una nuova direttiva circa l'informativa in materia di sostenibilità delle imprese ovvero la Corporate Sustainability Reporting Directive che non fa altro che rafforzare tutte le norme introdotte dalla NFRD. La proposta prevede l'estensione degli obblighi di reporting a tutte le grandi imprese e le società quotate (escluse le microimprese). Alle PMI saranno applicate delle norme diverse da quelle previste per le grandi società.

[Consultazioni in materia di renewed sustainable finance e sustainable corporate governance ed altre iniziative](#)

La Commissione Europea ha lanciato due consultazioni che riguardano rispettivamente il rinnovo della strategia in materia di finanza sostenibile (terminata nel luglio 2020) ed una inerente la sustainable corporate governance (conclusa a febbraio 2021). Con la prima consultazione, la Commissione Europea ha acquisito delle opinioni utili allo sviluppo del Piano d'Azione, ponendosi tre obiettivi principali: creare una base per incoraggiare gli investimenti sostenibili; aumentare la possibilità per cittadini, imprese ed istituzioni finanziarie di avere un impatto positivo sulla società e sull'ambiente; integrazione dei rischi climatici ed ambientali all'interno del sistema finanziario. La consultazione inerente la corporate governance sustainable si pone come obiettivo quello di migliorare la regolamentazione europea in materia di corporate governance spingendo le imprese a focalizzarsi sulla creazione di valore nel lungo termine e ad una gestione migliore delle tematiche legate alla sostenibilità nelle loro attività.

La Commissione Europea, inoltre, il 19 gennaio 2021 ha avviato una consultazione mirata all'istituzione di un punto unico europeo di accesso digitale (ESAP) per le informazioni finanziarie e non finanziarie. L'obiettivo di questa consultazione è il superamento dell'attuale frammentazione a livello europeo delle modalità di raccolta e diffusione dei dati in materia di sostenibilità.

Infine, il 10 marzo 2021 il Parlamento europeo ha richiesto alla Commissione Europea di adottare un'iniziativa legislativa urgente per garantire che le imprese siano responsabili dei danni da loro arrecati, danni come lesioni dei diritti umani, danni all'ambiente o infrazione delle regole di governance.

2.3. Le Iniziative della CONSOB ²⁶

Come emerge dal Piano strategico per il 2019-2021, la CONSOB è molto impegnata nello sviluppo della finanza sostenibile. In particolare, con l'Obiettivo 2 del Piano, la CONSOB si pone l'obiettivo di accompagnare le imprese nel processo di applicazione della nuova normativa sull'informazione non finanziaria favorendo l'introduzione delle tematiche ESG.

Obiettivo 2 del Piano di Sviluppo sostenibile

Per approfondire gli aspetti relativi alla finanza sostenibile, la CONSOB ha costituito al proprio interno un Gruppo di Lavoro con funzioni di Steering Committee le cui principali aree di intervento sono le seguenti:

- Monitoraggio degli interventi regolatori in esame presso le sedi europee ed analisi delle questioni inerenti il collegamento tra le regolamentazioni in ambito finanziario e contabile;
- Monitoraggio degli studi e delle ricerche in corso e realizzazione di un discussion paper circa i temi di sostenibilità più importanti.
- Analisi dei fenomeni relativi alla finanza sostenibile (emissione di green bond, politiche di ESG attuate dagli investitori istituzionali, informativa non finanziaria), ed analisi delle innovazioni di prodotto e di processo che si stanno sviluppando in ambito climatico;
- Elaborazione delle metriche e standard sulla sostenibilità finanziaria degli investimenti e di principi comuni di rendicontazione, anche ai fini della comparazione delle dichiarazioni non finanziarie;
- Engagement degli emittenti e degli investitori, istituzionali e no, sui criteri ESG. In collaborazione con gli operatori di mercato e le associazioni di categoria, saranno promossi livelli di governance in ambito ESG.

Questa però non rappresenta l'unica iniziativa intrapresa dalla CONSOB, infatti, sono varie e in diversi ambiti le iniziative intraprese. Sono stati organizzati corsi di formazione per il personale circa l'analisi delle dichiarazioni non finanziarie con l'obiettivo di favorire processi di vigilanza in linea con quanto previsto dal Piano Strategico 2019-2021. Inoltre, molto importante è anche il laboratorio organizzato e destinato alla dirigenza al fine di cogliere il processo di trasformazione ESG in atto e la rilevanza di questo, specie per le attività istituzionali. Rimanendo in ambito della formazione, c'è stato un potenziamento dell'interazione con l'accademia per ampliare il patrimonio conoscitivo a disposizione della CONSOB grazie ai risultati della ricerca circa le tendenze del mercato e l'inclusione dei fattori ESG nei processi decisionali del sistema economico-finanziario.

²⁶ **Fonte:** CONSOB, *Il Piano per la Finanza Sostenibile*. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/il-piano-di-azione-per-la-finanza-sostenibile>.

L'attività di ricerca e di analisi della CONSOB si è concentrata sulla ricerca di dati e di informazioni riguardanti la sostenibilità, come ad esempio materiale inerente alla rendicontazione non finanziaria delle società quotate, le scelte di corporate governance delle quotate ed al ruolo del consulente finanziario nella promozione della considerazione dei fattori ESG nelle scelte di investimento. La CONSOB ha, inoltre, avviato una ricognizione dell'integrazione dei criteri ESG nelle politiche di investimento e nelle attività di direzione da parte degli investitori istituzionali.

Molto importante è anche la promozione delle attività di dialogo tra i vari stakeholders, tramite l'organizzazione di workshop sulla trasparenza delle informazioni su sostenibilità ed interesse sociale.

Per evitare e ridurre i fenomeni di Green-washing, nel marzo 2020 è stato pubblicato il richiamo di attenzione sulla "Prestazione di servizi di investimento e questioni ESG" con cui sono ricostruite le indicazioni già contenute nella disciplina vigente e che devono essere rispettate dagli intermediari.

Ad inizio 2021, l'Istituto ha focalizzato ulteriore attenzione circa l'informativa da fornire da parte delle società ed in particolare assumono molta importanza le dichiarazioni societarie circa l'impatto della pandemia di COVID-19. In tal modo si cerca di comprendere come la situazione finanziaria e la performance delle imprese siano stati condizionati dagli eventi generati dalla pandemia.

Il 4 marzo 2021, in vista dell'entrata in vigore del Regolamento Disclosure, è stato pubblicato un richiamo all'attenzione circa gli obblighi informativi in materia di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

La CONSOB ha poi manifestato il proprio supporto alle raccomandazioni relative alle modalità di rendicontazione delle informazioni utili alla valutazione dei rischi e delle opportunità collegate al cambiamento climatico, raccomandazioni pubblicate nel luglio 2017 dalla Task Force on Climate-related Finance Disclosures.

Questi non sono gli unici provvedimenti intrapresi, infatti a settembre 2020 la CONSOB ha pubblicato la Call for Evidence con cui raccoglie le ragioni della mancata diffusione delle dichiarazioni non finanziarie (DNF) che le società possono fare anche su base volontaria. Questa volontarietà non impone in modo generalizzato i costi di predisposizione e pubblicazione delle dichiarazioni; tuttavia, il numero di imprese che ha pubblicato in maniera volontaria queste una DNF è molto esiguo.

La Call for Evidence mette in mostra che le PMI sono sempre più sollecitate a fornire informazioni non finanziarie ad altre imprese, in particolare se si tratta di fornitori di grandi emittenti che sono quindi obbligati alla DNF. Inoltre, gli investitori istituzionali sono sempre più orientati a considerare i criteri ESG in fase di selezione delle imprese in cui investire, tendendo a scegliere società virtuose sul piano della sostenibilità e disinvestendo in imprese che non adottano politiche sostenibili. Infine, anche le banche iniziano ad adottare politiche di credito che considerano i criteri ESG in fase di scelta dei soggetti da finanziare. Di conseguenza anche le PMI che non dovessero adottare comportamenti sostenibili potrebbero rischiare di subire un razionamento di credito o un aumento del costo di finanziamento.

È evidente, quindi, come la CONSOB si stia concentrando nel coinvolgere le PMI in un percorso di sviluppo sostenibile. Le PMI, però, hanno una scarsa disponibilità di dati, informazioni, risorse tecniche e finanziarie destinabili allo sviluppo di una rendicontazione non finanziaria. Un sostegno importante alle PMI nel superamento della carenza di competenze specifiche può provenire dalle imprese di maggiori dimensioni appartenenti alla stessa filiera.

2.4. Lo stato della finanza sostenibile negli Stati Uniti

Nel panorama statunitense, la normativa e la regolamentazione in termini di finanza sostenibile da sempre si è focalizzata essenzialmente sui temi ambientali. Svolgono un ruolo centrale gli standard di energia rinnovabile che fungono da guida alla transizione energetica in atto. Questi standard hanno il ruolo di stabilire delle politiche che aiutino gli investitori ad impegnare capitali in energie rinnovabili

Negli Stati Uniti gran parte delle azioni per la promozione e lo sviluppo di tematiche inerenti la sostenibilità sono state intraprese a livello statale, mentre a livello federale le politiche di sostenibilità sono in fase di sviluppo.

Nel contesto statunitense, quindi, si registrano diverse politiche adottate nei diversi stati. Per mettere in mostra la diversità dei casi da Stato in Stato, basti considerare che la California punta ad ottenere il 50% del consumo energetico caratterizzato da energia rinnovabile entro il 2030, mentre la Florida tutt'ora non sta seguendo alcuna politica.

Gli Stati Uniti hanno diverse risorse energetiche rinnovabili, quindi le decisioni di ogni stato in merito alla sostenibilità ambientale dipendono dai costi e dalla facilità di accesso a queste fonti di energia rinnovabile, con i principali stati che si stanno attivando molto in tal senso.

Ad ottobre 2015, il Dipartimento del lavoro ha emesso una guida interpretativa per i fondi pensione degli Stati Uniti (ERISA) in cui si riconosce che i fattori ambientali, sociali e di governance possono avere un collegamento con l'economia e con il valore finanziario di un investimento.

2.4.1 Il ruolo del SEC²⁷

Nel 2010 il SEC (equivalente della CONSOB in Italia) ha emesso una guida circa la considerazione del rischio climatico per le varie aziende. Questa guida è stata realizzata per volere di un gruppo di investitori a seguito di un'analisi di circa un centinaio di aziende che presentavano obiettivi strategici basati su produzioni con basse emissioni di carbonio ed uno scarso utilizzo di petrolio e gas.

Gli Stati Uniti, così come abbiamo visto per l'Europa, hanno quindi intrapreso la via della sostenibilità anche nel mondo finanziario, tramite la promozione di investimenti che potrebbero dare un impulso alla soluzione di problematiche sociali ed ambientali.

Sebbene molti di questi investimenti siano agli albori ed abbiano una dimensione ridotta, questi rappresentano dei chiari esempi di investimenti che potrebbero portare a dei benefici sociali.

Di seguito alcune innovazioni in termini di sostenibilità che stanno riscuotendo successo nel mercato finanziario statunitense.

²⁷ **Fonte:** Katz D. , McIntosh L. , (28 maggio 2021), *SEC Regulation of ESG Disclosures*,

<https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/28/sec-regulation-of-esg-disclosures/>

Borsa Italiana,(2 novembre 2016) , *Spazio alla sostenibilità nella Reportistica SEC*.

<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/message/csr-esg-sec-sostenibil-investimenti.htm>

Climate or Green Bonds

Anche negli Stati Uniti c'è l'iniziativa di raccolta dei finanziamenti tramite dei Green Bond con i quali si vanno a finanziare progetti sostenibili dal punto di vista ambientale ed un esempio è rappresentato dall'emissione di Green Bond per il carbone pulito. Ma l'emissione di tali obbligazioni non è ancora molto diffusa; infatti, non sono elevati né il numero di Green Bond emessi e né tantomeno il valore raggiunto. Nonostante ciò, per gli Stati Uniti, queste obbligazioni hanno un ruolo importante perché rappresentano il mezzo tramite cui finanziare tutti gli investimenti necessari per poter intraprendere il passaggio a fonti di energia rinnovabile.

Solar/ Yieldcos

Rappresentano un'altra innovazione per finanziare direttamente i progetti per lo sviluppo dell'utilizzo di energia rinnovabile. Le Yieldcos sono società quotate in borsa e disponibili per tutti gli investitori interessati alle energie rinnovabili. Nel 2013 è stato creato il primo Yieldco per finanziare un investimento in energia rinnovabile a basso rischio. Gli yieldcos acquistano impianti di energia rinnovabile totalmente realizzati, successivamente utilizzano i flussi di cassa degli stessi impianti per remunerare tutti gli investitori che hanno deciso di investire nello Yieldco stesso.

Ci sono due ragioni principali per cui questa iniziativa ha avuto un rapido successo: la mancanza di altre opportunità di investimento in progetti ambientalmente sostenibili e la loro struttura fiscale vantaggiosa.

Aligned Intermediary (AI)

Iniziativa che promuove gli investimenti privati in progetti che mirano a delle soluzioni per combattere il cambiamento climatico. L'introduzione del AI alla fine del 2015 rappresenta una risposta all'appello lanciato dal Presidente Obama nel giugno 2015 in cui chiedeva al settore privato di intervenire nella lotta al cambiamento climatico. AI opera all'interno del programma PRIME, cioè un'entità no-profit la cui missione è quella di supportare lo sviluppo di una filantropia all'interno delle varie aziende con l'obiettivo ultimo di ridurre la produzione di rifiuti e l'emissione di gas da parte delle stesse aziende.

Finanza di Conservazione

Meccanismo attraverso il quale viene effettuato un investimento finanziario che in maniera diretta o in maniera indiretta mira a conservare i valori dell'ecosistema a lungo termine. Tali meccanismi possono essere basati su strategie di conservazione diretta o con approcci collegati a mercati di materie prime naturali certificate. Questi tipi di finanziamento includono una serie di classi specifiche di asset, tra cui ad esempio obbligazioni per la conservazione delle foreste e le obbligazioni per la conservazione della biodiversità...

2.4.2 Le mosse messe in atto da Biden²⁸

Le prime mosse del nuovo presidente degli Stati Uniti, Joe Biden, sono all'insegna della green economy, infatti, la prima mossa è stata il rientro nel Trattato di Parigi sul cambiamento climatico da cui gli Stati Uniti erano usciti sotto la presidenza Trump. C'è, quindi, una necessità di ridare alla sostenibilità un ruolo di primaria importanza all'interno delle manovre economiche del governo. Infatti, negli ultimi anni, durante il governo Trump, i temi di sostenibilità sono stati "accantonati", ciò nonostante, si è registrato un aumento degli investimenti in progetti sostenibili ed un conseguente sviluppo dei fondi ESG.

L'EPA (agenzia USA a tutela dell'ambiente) ed il dipartimento di energia, potrebbero alzare gli standard in molti settori come quello automotive, delle centrali elettriche ma anche gli standard relativi alle emissioni ed all'inquinamento idrico potrebbero essere rivisti.

La SEC, ovvero la CONSOB americana, si prepara dunque a "tingersi di verde", infatti potrebbe imporre alle società di pubblicare informative relative ai rischi ambientali, così come potrebbe richiedere agli asset manager un certo livello di trasparenza per quanto riguarda il loro approccio ESG.

Durante gli anni di Trump, l'ex presidente USA è sempre stato diffidente nei confronti di normative a favore dello sviluppo sostenibile, non a caso ha sempre criticato pubblicamente le norme ambientali varate dall'Europa. Con Biden, come precedentemente detto, ci sarà un netto cambio di rotta, basti pensare che anche negli USA sarà introdotta la normativa non finanziaria utilizzata ed imposta alle imprese nell'Unione Europea.

L'Europa, infatti, è avanti agli USA per sensibilità sui temi green.

Nonostante il governo Trump, però negli ultimi anni le aziende si sono impegnate a divulgare informazioni ESG con l'aiuto di strutture come la Task Force on Climate-related Financial Disclosures ed il Sustainability Accounting Standards Board. Quindi anche in USA si inizia a notare una maggiore centralità della sostenibilità all'interno delle tematiche economiche e finanziarie, infatti, come rivela EY, le aziende che non soddisfano le aspettative degli investitori sui fattori ESG rischiano di perdere l'accesso ai mercati dei capitali.

Si prevede che sotto Gensler (nuovo presidente SEC nominato da Biden) le aziende saranno più trasparenti nella comunicazione delle loro informative ESG.

Gensler creerà un quadro standardizzato a cui le aziende di tutti i settori possano far riferimento in fase di identificazione dei rischi ESG. Si nota, infatti, un'assenza di standardizzazione nella reportistica ESG da parte delle imprese.

Attualmente le aziende non sono tenute a divulgare le metriche ESG, ma l'adozione di politiche nell'ambito dell'amministrazione Biden e le normative di Gensler potrebbero cambiare le cose.

Sotto Biden, le aziende dovranno, in primo luogo, fornire informazioni ESG a causa del crescente interesse per la trasparenza e le aspettative di responsabilità da parte della SEC guidata da Gensler. In secondo luogo, il divario per le metriche ESG si colmerà a causa del passaggio da un'informativa basata su principi ad un approccio basato su regole quadro di divulgazione delle informazioni.

²⁸ **Fonte:** D'Angerio V., (20 gennaio 2021), *Biden e finanza green, le prime mosse: dalla Sec alla stretta sugli inquinatori*, Il Sole 24 Ore,

<https://www.ilsole24ore.com/art/biden-e-finanza-green-prime-mosse-sec-stretta-inquinatori-ADDhDeEB>

L'amministrazione Biden sta sostenendo queste nuove misure attraverso l'utilizzo e la considerazione di metriche ESG misurabili come l'utilizzo dell'acqua, violazioni dei diritti umani e retribuzione dei dirigenti. Questo approccio ha il potenziale per far sì che aumenti la responsabilità e per far sì che vengano forniti report ESG chiari ed uniformi in tutti i settori.

Di seguito le metriche ESG chiave che saranno utilizzate in USA:

Ambiente

- Emissioni di carbonio
- Utilizzo dell'acqua
- Approvvigionamento di materie prime
- Biodiversità ed uso del suolo
- Emissioni tossiche
- Rifiuti elettrici

Sociale

- Gestione del lavoro
- Salute e sicurezza
- Diversità
- Privacy e sicurezza dei dati
- Accesso all'assistenza sanitaria
- Standard di lavoro della catena di fornitura

Governance

- Paga dirigenziale
- Etica professionale
- Corruzione
- Diversità del consiglio di amministrazione
- Trasparenza fiscale
- Proprietà

Mentre la SEC si propone di creare il proprio quadro obbligatorio, le aziende possono andare avanti nella corsa ESG concentrandosi sull'identificazione dei rischi ESG e sulla creazione di un sistema di gestione dei dati e sulla definizione di obiettivi ESG rilevanti.

2.5. Regolamentazione nei mercati asiatici²⁹

L'Asia oggi ha un ruolo dominante nella crescita del PIL mondiale, con le tematiche ESG che iniziano ad avere un ruolo importante anche nei mercati asiatici. Diverse borse asiatiche tra cui Singapore, Hong Kong e Thailandia hanno reso obbligatoria la divulgazione delle informazioni di sostenibilità alle società quotate e, sembra essere sulla stessa strada anche la Cina. Questa nuova consapevolezza sulle tematiche ESG sta spingendo molte aziende asiatiche ad intraprendere delle strategie di sviluppo più sostenibili. Tra i vari criteri ESG, oggi assume particolare rilevanza la Governance. Infatti, l'impatto di una buona gestione aziendale è fondamentale in fase di monitoraggio delle imprese asiatiche perché permette di individuare quelle realtà che sono ancora nettamente lontane dalle caratteristiche di sostenibilità.

Nello sviluppo delle tematiche ESG nel mondo asiatico hanno avuto un ruolo centrale tutti i processi regolatori messi in atto dai vari governi. analizziamo di seguito tutte le azioni governative attuate nel continente asiatico.

CINA

La Cina si è impegnata per raggiungere obiettivi di Economia Verde. Nel 2021 è entrato in vigore il 14° piano quinquennale (2021-2025) che si concentra sullo sviluppo sostenibile. Nel precedente piano quinquennale, il 13°, la Cina si impegnava ad attuare tutto quanto previsto dall'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile.

- [Prime linee guida per gli investimenti verdi](#): l'AMAC (Associazione di gestione patrimoniale della Cina) ha emesso i primi standard volontari per gli asset manager Cinesi che include una guida per gli investimenti Green. L'AMAC ha anche rilasciato un report riguardante le modalità con cui le imprese quotate dovrebbero valutare le tematiche ESG, cioè tramite la determinazione di un indicatore principale per misurare la performance ESG dell'impresa.
- [Autovalutazione annuale sugli investimenti Green](#): l'AMAC ha richiesto agli asset manager di realizzare un'autovalutazione circa le loro pratiche green tramite un apposito report annuale indirizzato al regolatore. Questa autovalutazione si basa sullo stabilire le pratiche di investimento green aziendale, aspetti operativi dei prodotti green di investimento e controllo dei rischi collegati agli investimenti green.
- [Obbligo di informativa ESG per le società quotate](#): Nel 2006 lo Shenzhen stock exchange ha introdotto linee di guida riguardanti la disclosure ESG. Successivamente sono state introdotte nuove misure riguardanti metriche più specifiche per le singole imprese.
- Nel 2018, la Cina ha istituito una cooperativa globale per introdurre un progetto chiamato Green Investment Principles al fine di migliorare il livello di infrastrutture e favorire lo sviluppo economico in tutti i paesi appartenenti alla "Via della seta".

²⁹ **Fonte:** Tomac J., Qing Ni, Khan Y., Isogai Y., Choksey A., Li E., Chang C., (2020), "Environmental, social and governance (ESG) in Asia", pwc.

A settembre 2018 la Commissione Cinese per la regolamentazione dei titoli (CSRC) ha stabilito quali informazioni ESG le società quotate dovrebbero divulgare al fine di ottenere una certa comparabilità tra le imprese per quanto concerne le tematiche ESG.

Nel settembre 2019 l'AMAC ha pubblicato un rapporto in cui sottolinea l'importanza e la necessità di adottare i criteri ESG sia nei mercati di fondi privati che nei mercati di fondi pubblici. Nel mercato privato, i fondi di Private Equity e di Venture Capital hanno incoraggiato lo sviluppo ESG nei loro processi di selezione ed incubazione degli investimenti.

Nel marzo 2019 sempre l'AMAC ha spinto per l'introduzione di un'autovalutazione per le attività di investimento green da parte delle imprese. Il regolatore mira a sviluppare una serie di indici ESG al fine di determinare vari benchmark di mercato.

HONG KONG

- [Elenco dei fondi ESG verificati](#): la commissione dei titoli e dei futures (SFC) ha pubblicato un elenco di fondi ESG verificati nel 2020 al fine di evitare fenomeni come il green-washing ed etichettatura errata degli investimenti sostenibili. Questo elenco è realizzato in base alle dichiarazioni fornite dalle rispettive società di gestione fondi autorizzate dalla SFC.

- [Gruppo direttivo inter-agenziale sulla finanza verde \(Steering Group\)](#): l'autorità monetaria di Hong Kong (HKMA) e l'SFC hanno intrapreso la costituzione dello Steering Group di cui faranno parte anche l'Ufficio per l'ambiente, l'ufficio del tesoro (FSTB), la Borsa di Hong Kong, l'Autorità di Assicurazione (IA) ed il fondo di previdenza obbligatorio (MPFA). Questo gruppo direttivo (Steering Group) mira a coordinare la gestione dei rischi climatici ed ambientali nel settore finanziario ed allo stesso tempo accelerare la crescita della finanza sostenibile ad Hong Kong sostenendo le strategie del Governo.

Di seguito sono elencate alcune delle operazioni svolte dallo Steering Group:

- i. Esamina le questioni politiche e delle normative in materia di finanza sostenibile;
- ii. Facilita la direzione ed il coordinamento delle varie iniziative per far sì che Hong Kong abbia una strategia di finanza sostenibile coesa e comprensibile;
- iii. Affronta questioni intersettoriali tramite la costituzione di gruppi di lavoro e consultano diversi esperti e stakeholders;
- iv. Monitora i trend internazionali e nazionali per comprendere come Hong Kong potrebbe migliorarsi per avere una posizione di leadership sia a livello continentale che a livello internazionale in materia di finanza sostenibile;
- v. Identifica le aree in cui Hong Kong può promuovere e mettere in mostra i propri punti di forza e la propria leadership di pensiero sulla finanza sostenibile sia a livello continentale che a livello globale.

- [Linee guida per la Disclosure ESG delle società quotate](#): la Disclosure ESG delle quotate deve includere i seguenti elementi:
 - i. Dichiarazione del consiglio d'amministrazione circa le tematiche ESG;
 - ii. Applicazione dei principi di reporting inerenti la materialità e la consistenza;
 - iii. Spiegazione dei parametri inseriti nel report ESG;
 - iv. Descrizione di tutte le preoccupazioni e tematiche che potrebbero influenzare l'emittente;
 - v. Modifica dell'obbligo di divulgazione per tutti i KPI riguardanti le tematiche sociali;
 - vi. Modifica delle scadenze per la pubblicazione dei report ESG stabilendo come tempo massimo di pubblicazione cinque mesi dopo la scadenza dell'anno finanziario.

TAIWAN

- [Corporate Governance Roadmap \(2018-2020\)](#): lanciata nel 2018 dalla Commissione di Supervisione Finanziaria (FSC). Questa Roadmap mira ad avere una cultura di Corporate Governance radicata e soprattutto mira a migliorare la competitività internazionale nella creazione di un investimento favorevole dal punto di vista ambientale. La nuova Roadmap intende raggiungere tali obiettivi attraverso le seguenti cinque azioni:
 - i. Promuovere l'attivismo degli azionisti;
 - ii. Approfondire la cultura delle Corporate Governance e della Corporate Social Responsibility;
 - iii. Definisce le funzioni degli amministratori;
 - iv. Rafforza la trasparenza delle informazioni;
 - v. Incentiva l'applicazione delle normative.

- [Principi di amministrazione per gli investitori istituzionali](#): pubblicata dal Taiwan Stock Exchange (TWSE) nel 2016 con l'obiettivo di migliorare il valore a lungo termine degli investitori istituzionali e dei fornitori di capitali. Il TWSE sta spingendo gli investitori istituzionali di approvare pubblicamente tali Principi. Tale documento si basa su sei principi:
 - i. Stabilire e divulgare politiche di gestione;
 - ii. Stabilire e divulgare delle politiche per la gestione dei conflitti d'interesse;
 - iii. Mantenere un appropriato dialogo ed una giusta interazione con le compagnie d'investimento;
 - iv. Stabilire politiche di voto chiare e divulgare i risultati delle votazioni;
 - v. Divulgazione periodica ai clienti o ai beneficiari sullo stato di adempimento della responsabilità di amministrazione.

- [Sistema di valutazione della Corporate Governance 2020](#): introdotto dal 2014 per comparare le performance in termini di Corporate Governance tra le aziende quotate. Agli investitori ed alle aziende stesse è permesso di comprendere quanto bene stanno implementando le politiche di Corporate Governance tramite un confronto con le altre aziende. In tal modo sono stati introdotti degli indici di misurazione CSR che si vanno ad affiancare agli indici per valutare le pratiche di Corporate Governance.

- [Reporting CSR volto all'inclusione del rischio climatico](#): da settembre 2014 è stato richiesto alle imprese quotate del settore assicurativo finanziario, del settore alimentare e del settore chimico il cui capitale sociale raggiunge o supera i 5 miliardi di rilasciare dei report relativi alla CSR. La FSC ha continuato a migliorare la qualità delle informazioni non finanziarie per gli investitori; infatti, a gennaio 2020 ha modificato le “Regole di preparazione e archiviazione dei rapporti CSR da parte delle società quotate nel Taiwan Stock Exchange” introducendo tutti gli aspetti inerenti i rischi ambientali.

- [Indici ESG ed ETF](#): Il TWSE ha lanciato il primo indice ESG per i futures “FTSE4Good TIP Taiwan ESG Index Futures”. Questo indice è stato introdotto per far comprendere alle imprese quotate l'importanza di uno sviluppo sostenibile. Successivamente il “TWSE CG 100 index” ed il “Tapei Exchange CG Index” sono stati introdotti per spingere gli investitori ad investire nelle imprese con ottime pratiche di Corporate Governance. Il TWSE ha anche rilasciato il “TWSE RA Taiwan Employment Creation 99 Index” ed il “TWSE High Salary 100 index” al fine di incoraggiare le imprese a migliorare le condizioni di lavoro ed il salario dei dipendenti.

- [Green Finance Action Plan 2.0](#): il Green Finance Action Plan 1.0 approvato nel 2017 si è concentrato sull'indirizzare le banche ad adottare in maniera volontaria gli “Equator Principles” in fase di valutazione del credito e nello sviluppo di un mercato di Green Bonds. Questo Action Plan 1.0 ha anche allentato le normative e le regolamentazioni per gli investitori che impegnano capitale nell'energia verde, così facendo, anche i fondi di private equity e venture capital si aprono ad investimenti nell'energia rinnovabile.
 Il Green Finance Action Plan 2.0 amplierà il focus dalla finanza verde alla finanza sostenibile, includendo anche gli elementi inerenti la sostenibilità sociale e la governance.
 Quindi oltre alle obbligazioni verdi saranno presenti sul mercato anche le obbligazioni sociali introdotte per promuovere la sostenibilità sociale delle imprese emittenti.

SUD COREA

- [Adozione del Codice di Stewardship da parte del NPS](#): il National Pension Service ha adottato lo Stewardship Code nel 2018. Questo codice stabilisce principi o linee guida per incoraggiare gli investitori istituzionali ad essere più attivi ed impegnati nella corporate governance. Inoltre, l’NPS ha posto le questioni ESG al centro dei propri doveri fiduciari.
- La Korea Exchange (Borsa Coreana) ha istituito nel 2020 un team ESG con il compito di revisionare le pratiche ESG delle imprese. Questo team fornisce anche informazioni agli investitori circa la sostenibilità e l’impatto sociale delle imprese quotate nel mercato nazionale. Inoltre, ricade nei compiti del team la creazione di un comitato di esperti di ESG che forniscono consulenza sulla sostenibilità.
- [Potenziale modifica delle regole di informativa](#): la Korea Exchange vuole modificare le regole di divulgazione raccomandando alle imprese quotate di includere una disclosure contenente le informazioni relative alle tematiche ESG. In passato, infatti, gli investitori potevano trovare solo informazioni ESG relative alle più grandi imprese sul mercato.

INDIA

Tutte le categorie di fondi di investimento indiani devono seguire obbligatoriamente il Codice di Direzione. Il Bombay Stock Exchange ha pubblicato un documento guida riguardante l’informativa ESG che include una serie di raccomandazioni di reporting ESG, sottolineando l’importanza delle informative ESG per gli investitori fornendo anche 33 tematiche e metriche su cui le imprese dovrebbero focalizzarsi.

SINGAPORE

L’autorità monetaria di Singapore (MAS) ha rilasciato un documento riguardante le linee guida per gli asset manager nella gestione dei rischi ambientali.

Il programma per le obbligazioni sostenibili messo a punto dal MAS incoraggia l’emissione di obbligazioni verdi e di sostenibilità nel mercato di Singapore.

Nel 2016 è stata pubblicata una guida per il reporting di informazioni inerenti la sostenibilità. Questa guida non indica il modo in cui le informazioni devono essere pubblicate o i KPI che devono essere inseriti in tale report. La guida, infatti, si ricollega a quadri di rendicontazione ESG riconosciuti anche a livello mondiale come le Linee Guida per il Reporting di Sostenibilità pubblicato dal Concilio Internazionale. Il report riguardante la Corporate Governance è previsto dal Codice di Autodisciplina pubblicato dal MAS. Le società quotate devono avere un consiglio d’amministrazione indipendente e allo stesso tempo ci deve essere una diversità di background ed una divisione delle responsabilità tra i dirigenti. Molto importante è la trasparenza nella nomina degli amministratori, nella valutazione del consiglio d’amministrazione, nella definizione delle politiche di remunerazione, nella gestione del rischio e nella definizione dei diritti degli azionisti.

- [Principi di amministrazione per gli Investitori Responsabili](#): mira a consentire agli investitori di essere attivi e responsabili. Forniscono una descrizione sulle attività e le funzioni che gli investitori dovrebbero svolgere e soprattutto ci sono alcuni consigli su come questi dovrebbero relazionarsi con i CdA ed il management delle società partecipate.

MALYSIA

Nel 2019, la Securities Commission Malaysia ha rilasciato la Roadmap per l'Investimento Sostenibile e Responsabile indirizzato ai mercati di capitali malesi. Questa roadmap si pone come obiettivo quello di permettere che i mercati di capitali abbiano un ruolo centrale nella promozione dello sviluppo sostenibile. La Borsa Malese ha poi realizzato una guida per il reporting ESG.

INDONESIA

La Financial Services Authority (OJK) ha pubblicato la Roadmap per la finanza sostenibile in Indonesia che definisce gli sforzi che devono essere affrontati nel sistema finanziario indonesiano per mitigare l'impatto del cambiamento climatico. L'OJK ha anche emesso un regolamento che definisce gli standard per l'emissione di obbligazioni verdi che richiede alle imprese di fornire ogni anno alla stessa autorità le credenziali per dimostrare il loro impegno nella sostenibilità.

FILIPPINE

La Philippine Securities and Exchange Commission (SEC) ha pubblicato un documento indirizzato alle imprese quotate con delle linee guida per realizzare un report circa la sostenibilità. In tale documento infatti sono contenute tutte le informazioni non finanziarie che sono richieste da un report che a partire dal 2020 è stato esplicitamente richiesto alle stesse imprese da parte del SEC.

THAILANDIA

Il SEC ha emanato un Codice di Corporate Governance nel 2017 all'interno del quale ci sono una serie di indicazioni destinate ai dirigenti delle varie aziende sul come ottenere un certo livello di sostenibilità. Il SEC poi, ogni anno pubblica una lista di aziende che rispettano i criteri ESG.

AUSTRALIA

Nel gennaio 2019 è stato introdotto il “Modern Slavery Act 2018”, con il quale sono introdotti dei requisiti di segnalazione di forme di schiavitù moderna. Questo report è obbligatorio per tutte le entità economiche Australiane che registrano un ammontare di ricavi superiore ai 100 milioni di dollari. In questo documento devono essere inclusi i rischi di moderna schiavitù che potrebbero verificarsi nelle attività quotidiane delle aziende.

- I fornitori dei principi contabili e di revisione australiani hanno emesso un bollettino in cui affermano che le aziende dovrebbero tener conto dei fattori di rischio legati al clima.
- L’Autorità australiana di regolamentazione prudenziale (APRA) ha contattato tutte le istituzioni regolamentate dall’APRA delineando dei piani per lo sviluppo di una guida incentrata sui rischi finanziari legati al clima, nonché una valutazione della vulnerabilità ai cambiamenti climatica.
- L’APRA ha inoltre indicato che aggiornerà la Prudential Practice Guide on Investment Governance al fine di assistere i fondi pensione nel rispetto dei requisiti relativi alla formulazione e all’attuazione di una strategia di investimento considerando anche tematiche ESG.
- I principi di governo societario aggiornati dell’Australian Securities Exchange incoraggiano le aziende a garantire che tutte le informazioni dichiarate pubblicamente siano verificate, così come è richiesto che i consigli di amministrazione garantiscano che nella loro strategia di gestione del rischio sia inclusa la sostenibilità ed il cambiamento climatico.

GIAPPONE

- [Codice di gestione e Revisione del Codice 2020](#): la Japan’s Financial Services Agency (FSA) a marzo 2020 ha pubblicato una seconda versione revisionata del Codice di gestione giapponese. Questo include i principi che gli investitori istituzionali devono seguire per adempiere alle proprie responsabilità relative alla crescita sostenibile delle società e migliorare il rendimento dell’investimento a medio e lungo termine attraverso un impegno costruttivo ed un dialogo propositivo con i propri clienti. Il codice rivisto nel 2020 ha alcune somiglianze con il codice di gestione del Regno Unito entrato in vigore nel gennaio 2020. Il codice segue ed applica i seguenti approcci:

Approccio di soft law: la FSA incoraggia gli investitori istituzionali ad adottare volontariamente i principi divulgando un elenco di investitori istituzionali che sono diventati firmatari.

Approccio basato su principi: il modo in cui gli otto principi del Codice sono applicati nella pratica può differire a seconda di fattori quali le dimensioni dell’investitore e le politiche di investimento a patto che lo scopo e lo spirito di questi principi siano seguiti.

Approccio “Rispetta o spiega”: un investitore istituzionale può rivelare la sua intenzione di rispettare un principio o in alternativa deve fornire spiegazioni per la mancata adozione.

- Il Ministero dell’Economia, del Commercio e dell’Industria (METI) Giapponese ha creato un’etichetta per identificare le società che forniscono dei report circa le prestazioni ESG al fine di migliorare il panorama degli investimenti a lungo termine.
- Il Japan Exchange Group ed il Tokyo Stock Exchange hanno pubblicato il Manuale di divulgazione ESG 2020. Questo manuale è stato creato a seguito di confronti con vari investitori istituzionali e si concentra sul collegamento tra questioni ESG ed il valore aziendale.

CAPITOLO 3

COME L'ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA VALUTA I CRITERI ESG

Finora abbiamo analizzato nel dettaglio il tema dei criteri ESG tramite una descrizione che mette in luce il modo in cui queste tematiche sono prese in considerazione sia in un contesto aziendale che nelle strategie degli investitori. Successivamente si è posta l'enfasi sul ruolo della regolamentazione e delle normative sia a livello nazionale che a livello europeo e mondiale. Adesso cerchiamo di capire come il mondo economico e finanziario consideri questi criteri ESG considerando alcuni studi che permettono di comprendere come queste tematiche possano influenzare alcuni aspetti della vita di un'impresa.

La sostenibilità aziendale sta assumendo sempre più importanza, e questo è dovuto, molto probabilmente, al fatto che si sta diffondendo sempre più la consapevolezza che ci sia una relazione positiva tra inclusione dei fattori ESG e la performance finanziaria di un'azienda.

Hanson e Fraser in una pubblicazione del 2013, affermano che le questioni non finanziarie tra cui quelle riguardanti la governance e la soddisfazione dei dipendenti assumono un ruolo fondamentale in fase di valutazione dell'impresa da parte degli investitori più razionali.

Van Duuren, in un documento del 2016, tuttavia afferma che c'è uno scetticismo generale da parte degli investitori sulla tematica della sostenibilità. In particolare, i gestori dei fondi di investimento statunitensi sono più scettici circa i vantaggi degli investimenti sostenibili e di conseguenza sono meno determinati ad incorporare i criteri ESG nei loro processi di investimento. Al contrario, in Europa, gli investitori sembrano seguire un approccio più morbido con un'apertura al tema della sostenibilità.

3.1. Criteri ESG nelle aziende

[Articolo "The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance"- Eccles, Ioannou e George Serafeim \(2014\).](#)

Questo studio si focalizza sull'individuazione delle varie implicazioni a livello di performance di una politica aziendale volta alla considerazione di tematiche ESG.

Sono analizzate 180 imprese di cui 90 che da vari anni adottano politiche di sostenibilità ambientale e sociale, e le restanti che, nello stesso intervallo temporale, non hanno adottato alcuna politica sostenibile. Per semplicità nei due gruppi sono incluse imprese operanti nello stesso settore, con uguali dimensioni, stessa struttura del capitale e stesse opportunità di crescita.

Le aziende ribattezzate ad Alta Sostenibilità, con ogni probabilità hanno una struttura di governance tale per cui ci sia un comitato separato dal Consiglio d'Amministrazione addetto alla sostenibilità, così come è altrettanto probabile che la retribuzione dei dirigenti sia funzione di metriche di percezione ambientale e sociale. In questi contesti aziendali hanno un ruolo importante gli stakeholders, i quali si interfacciano continuamente con i manager ed i cui feedback sono poi riportati in consiglio d'amministrazione. Questo studio, utilizzando un modello a quattro fattori, trova che le aziende ad alta sostenibilità ottengono risultati migliori sia nelle prestazioni finanziarie che in quelle contabili. Altrettanto migliore è la performance delle stesse imprese ad Alta Sostenibilità quando si considerano indici come il ROE ed il ROA.

Gli autori di questo articolo, per comprendere gli effetti dell'integrazione delle tematiche sociali ed ambientali in un'organizzazione, identificano quali siano le imprese che hanno mostrato negli anni un alto livello di enfasi su tali problematiche. Ciò però non basta, infatti tra le aziende sensibili alle tematiche di sostenibilità bisogna individuare quelle che hanno adottato queste politiche per un numero significativo di anni, ciò per evitare di considerare aziende che mettono in atto il fenomeno del "green-washing" o che adottano queste politiche esclusivamente per ragioni di pubbliche relazioni.

Primi risultati:

Il gruppo di aziende ad Alta Sostenibilità presentano i seguenti risultati economici (se ne considera la media tra i valori presentati dalle 90 aziende componenti il gruppo)

- Patrimonio: 8,6 mld \$
- ROA: 7,86%
- ROE: 11,17%
- Leva Finanziaria: 56%
- Turnover: 1,02

Il secondo gruppo di aziende, cioè quelle a Bassa Sostenibilità presentano invece i seguenti risultati (si considera la media tra i valori presentanti dalle 90 aziende componenti il gruppo)

- Patrimonio: 8,2 mld \$
- ROA: 7,54%
- ROE: 10,89%
- Leva Finanziaria: 57%
- Turnover: 1,05

Come possiamo ben notare, non vi è una differenza significativa dei risultati medi ottenuti tra i due gruppi.

CORPORATE GOVERNANCE

Lo studio formula la seguente ipotesi: nelle organizzazioni più sensibili ai temi di sostenibilità è più probabile che il consiglio di amministrazione abbia una responsabilità diretta su tali questioni, così come è anche più probabile che la retribuzione del top management sia funzione di metriche di sostenibilità oltre che di altre metriche legate alla performance finanziaria.

Per testare questa ipotesi, gli autori analizzano i dati forniti dal Sustainable Asset Management (SAM) che non fa altro che raccogliere i dati rilevanti per poi costruire il Dow Jones Sustainability Index. Una volta all'anno, il SAM conduce una valutazione sulla sostenibilità di circa 2250 delle più grandi aziende di tutto il mondo.

Quest'analisi approfondita è basata su circa 100 domande riguardanti temi economici, ambientali e sociali ed è effettuata tramite questionari distribuiti ai CEO ed ai responsabili delle relazioni con gli investitori di tutte le società che si intende analizzare.

Risultati:

- il 53% delle aziende ad Alta Sostenibilità assegna la responsabilità in materia di sostenibilità al consiglio d'amministrazione;
- Il 22% delle aziende a Bassa Sostenibilità assegna la responsabilità in materia di sostenibilità al consiglio d'amministrazione;
- Il 41% delle aziende ad Alta Sostenibilità forma un comitato consiliare separato che si occupa di questioni di sostenibilità;
- Il 15% delle aziende a Bassa Sostenibilità forma un comitato consiliare separato che si occupa di questioni di sostenibilità;

Lo studio analizza anche i risultati inerenti una seconda caratteristica di governance analizzata: retribuzione dei manager funzione delle metriche di sostenibilità.

Delle aziende del gruppo ad Alta Sostenibilità, il 18%, il 35% ed il 32% collegano la retribuzione rispettivamente a metriche di percezione ambientale, sociale e di governance.

Al contrario, solo l'8%, il 22% e l'11% delle aziende del gruppo a Bassa Sostenibilità collegano la retribuzione dei manager rispettivamente alle metriche di percezione ambientale, sociale e di governance.

Quindi capiamo come sia più probabile che le aziende del gruppo ad Alta Sostenibilità utilizzino incentivi monetari per spingere i dirigenti a concentrarsi sugli aspetti non finanziari.

INTERESSAMENTO DEGLI STAKEHOLDER

Le aziende ad Alta Sostenibilità hanno un maggior focus sull'interesse degli stakeholders all'interno delle proprie strategie aziendali e nei modelli di business. Vari studi hanno mostrato come le società che sono in grado di impegnarsi in maniera credibile verso i vari stakeholders, cercando di creare dei rapporti di fiducia e cooperazione con questi, tendono ad interfacciarsi con dei costi di agenzia, di transazione e di produzione inferiori.

Lo studio ritiene che le aziende ad Alta Sostenibilità abbiano maggiori probabilità di adottare pratiche di coinvolgimento degli stakeholders rispetto alle imprese a Bassa Sostenibilità. Inoltre, si riscontra che dopo il coinvolgimento degli stakeholder sia più probabile che le aziende ad alta sostenibilità forniscano i feedback raccolti dagli stessi stakeholder al consiglio d'amministrazione o ad altri dipartimenti chiave all'interno dell'azienda. Così facendo, queste aziende ad Alta Sostenibilità sono più trasparenti e più proattive, con ripercussione positiva sui costi di produzione.

PERFORMANCE

Il cuore di questo studio però è quello di comprendere se le aziende ad Alta Sostenibilità abbiano prestazioni migliori o peggiori rispetto alle aziende a Bassa Sostenibilità. Da un lato, le aziende ad Alta Sostenibilità potrebbero avere delle prestazioni inferiori perché sperimentano costi di manodopera elevati poiché forniscono una serie di benefit ai propri dipendenti, rinunciando allo stesso tempo ad una serie di preziose opportunità di business solo perché non si adattano ai loro valori ed alle loro norme (come, ad esempio, la vendita di prodotti il cui utilizzo possa creare impatti negativi sull'ambiente). Quindi le aziende ad Alta Sostenibilità devono far fronte a vincoli più rigidi e questo potrebbe indurre ad una minore redditività.

Da un altro punto di vista invece, le imprese ad Alta Sostenibilità potrebbero far registrare delle performance migliori perché sono in grado di attrarre maggiori quantità di capitali e cercano di innovare i propri prodotti sfruttando la propria mission improntata alla sostenibilità. Basti pensare all'esempio di Philips che ha tradotto i suoi impegni ambientali sia nell'introduzione di lampadine a risparmio energetico che nello sviluppo di illuminazione ad energia solare nell'Africa sub-sahariana.

Gli autori, considerando i rendimenti azionari, cercano di comprendere quali tra i due gruppi di aziende performi meglio.

A tal proposito sono stati considerati due portafogli: uno contenente tutti i titoli delle aziende classificate come ad Alta Sostenibilità ed uno contenente i titoli delle aziende a Bassa Sostenibilità.

I risultati documentano che le aziende del gruppo ad Alta Sostenibilità registrano prestazioni nettamente superiori rispetto a quelle del gruppo a Bassa Sostenibilità. Questo suggerisce che le imprese possono adottare delle politiche ambientalmente e socialmente responsabili senza sacrificare la creazione di ricchezza per gli azionisti. Infatti, questo studio mette in mostra che

le aziende ad alta sostenibilità generano rendimenti azionari significativamente più elevati, suggerendo che l'integrazione di tali questioni nella strategia di business di un'azienda possa essere una fonte di vantaggio competitivo nel lungo periodo.

Una possibile spiegazione dei rendimenti azionari più elevati per le aziende ad alta sostenibilità può essere data dalla maggiore pressione sui prezzi causata dal crescente numero di investitori SRI.

L'indagine quindi, ci permette di capire come le imprese qui classificate come a Bassa Sostenibilità seguano in gran parte un modello tradizionale di massimizzazione del profitto aziendale in cui le questioni sociali ed ambientali sono considerate esterne all'azienda stessa.

Le aziende ad Alta Sostenibilità, al contrario, danno grande importanza a queste tematiche ponendo grande enfasi sugli standard ambientali e sociali esterni specie in fase di selezione e monitoraggio dei propri fornitori.

Quanto appena osservato ci permette di affermare che, sulla base dei risultati messi in evidenza, le aziende ad Alta Sostenibilità hanno una performance maggiore (nel periodo considerato dallo studio) rispetto alle imprese a Bassa Sostenibilità sia in termini di risultati di mercato che in termini di risultati contabili. Inoltre, le aziende ad Alta Sostenibilità hanno maggiori benefici in tutti quei settori in cui competono sulla base di marchi ed in cui i prodotti forniti necessitano, in fase di produzione, di una quantità importante di risorse naturali.

Un altro filone di studi, invece, analizza il rapporto tra l'adozione di pratiche aziendali in tema di sostenibilità ed accesso al mercato di capitali. Una maggiore trasparenza nella gestione aziendale comporta minori rischi con conseguente riduzione del costo sia del capitale azionario che del capitale di debito.

Infatti, come descritto da Sassen in un articolo pubblicato nel 2016, l'adozione di politiche aziendali sostenibili, con le quali si soddisfano le esigenze di vari stakeholders, conduce ad un minor rischio aziendale e finanziario. Ridurre il rischio finanziario poi, comporta una minore volatilità delle azioni di un'impresa e, di conseguenza, per queste aziende risulta più semplice e meno costoso reperire risorse sul mercato dei capitali.

Studio “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?” – El Ghouli (2013)

Questo studio ha come intento principale quello di comprendere se la responsabilità sociale delle imprese influisca ex ante sul costo del capitale e sul prezzo delle azioni della stessa impresa. Secondo l'autore, le imprese con un maggiore impegno sociale ed ambientale dovrebbero avere un costo del capitale inferiore rispetto alle imprese meno sostenibile, questo perché le imprese con uno scarso impegno sociale ed ambientale dovrebbero avere una base di investitori ridotta ed un rischio aziendale più elevato.

A tal proposito viene esaminato un campione di 12.915 imprese americane.

Dall'analisi di questo campione risulta che le imprese più attive nella causa sociale ed ambientale siano quelle che godono di un costo del capitale significativamente inferiore. Inoltre, si riscontra che mentre alcune tematiche come le relazioni con i dipendenti e le politiche ambientali contribuiscono a ridurre il costo del capitale delle imprese, le varie iniziative volte alla tutela delle diversità e dei diritti umani non hanno alcun impatto sul costo del capitale stesso.

Da questi primi articoli, si può constatare che l'integrazione delle tematiche ESG sia una pratica che si sta diffondendo sempre più tra le imprese senza distinzione di settori di appartenenza o aree geografiche. È importante capire come questa integrazione abbia impattato sul valore delle imprese e, per tale ragione, analizziamo uno studio condotto da Lars Kaiser nel 2017 intitolato “ESG Integration: Value, Growth and Momentum”.

Articolo “ESG Integration: Value, Growth and Momentum”

Questo articolo parte dal presupposto che le aziende che si pongono l'obiettivo di migliorare le proprie prestazioni ESG cerchino azionisti in grado di affrontare un investimento a lungo termine. Allo stesso tempo, questa crescente attenzione degli investitori verso tematiche ESG si potrebbe tradurre in una maggior valutazione delle azioni delle imprese in cui sono investiti capitali.

In questo documento, gli autori considerano tutte le imprese Europee e Statunitensi incluse nel database di Thomson Reuters Asset4 nel periodo che va da gennaio 2002 a dicembre 2015. In totale sono analizzate 1079 imprese Europee e 1756 Statunitensi.

Le variabili monitorate per comprendere al meglio il valore delle aziende esaminate sono le seguenti:

1. Prezzo azione / Potenziale guadagno;
2. Prezzo azione/ book value;

3. Prezzo azione/ vendite;
4. Prezzo azione/ cashflow;
5. Dividend yield.

Variabili monitorate per la valutazione della crescita aziendale:

1. Crescita degli utili prevista nel lungo termine;
2. Storico della crescita degli utili;
3. Crescita delle vendite;
4. Crescita del flusso di cassa;
5. Crescita del valore contabile (book value).

Lo studio si basa anche sui rating ESG che tengono contemporaneamente conto dei tre pilastri fondamentali: Ambiente, Società e Governance.

Le evidenze mostrano che i livelli dei rating ESG sono molto eterogenei tra i vari settori ed in particolare ci sono tre aspetti fondamentali che risultano evidenti:

- i. Le valutazioni medie (rating ESG) dipendono dal settore e variano notevolmente da settore in settore;
- ii. C'è un allineamento delle valutazioni ambientali e sociali relative alle imprese appartenenti ad entrambi i gruppi (Europeo e Statunitense);
- iii. In media, nel campione di aziende europee, le valutazioni relative alle tematiche ambientali e sociali sono più alte rispetto alle valutazioni relative alla governance. Situazione opposta invece si riscontra nel campione di imprese Statunitensi.

L'importanza dei fattori ESG varia a seconda del settore considerato. Lo studio mette in evidenza un altro aspetto già precedentemente discusso, ovvero che l'introduzione di fattori ESG in un contesto aziendale comporta una riduzione del rischio aziendale. I fattori ESG inoltre hanno un impatto mitigante anche per quanto riguarda il rischio idiosincratico futuro delle imprese.

Questo studio dimostra che l'inclusione di criteri e nozioni ESG in un contesto aziendale non comporti un peggioramento delle prestazioni. Infatti, l'autore dopo aver categorizzato i rating ESG sulla base della dimensione aziendale, del settore di appartenenza e del paese giunge ad importanti evidenze. I risultati, quindi, mettono in mostra aspetti già riscontrati in altri studi, ovvero una riduzione sia dei rischi aziendali che dei costi di accesso ai finanziamenti esterni sia sottoforma di capitale di debito che sottoforma di capitale di rischio.

Mediamente si identificano dei rating ESG più elevati per le imprese con un valore maggiore e con migliori prospettive di crescita. Inoltre, si possono constatare delle differenze tra imprese Europee ed imprese Statunitensi, il tutto è dovuto al fatto che ci sia un tasso di adozione e di conseguenza una maggior importanza attribuita in Europa alle tematiche ESG.

Quello appena analizzato rappresenta uno dei tanti studi condotti dall'analisi economico-finanziaria al fine di determinare quali possano essere gli effetti dell'utilizzo di criteri ESG in un contesto aziendale. Infatti, negli ultimi anni, molti ricercatori sia in ambito accademico che vari asset manager a livello aziendale hanno analizzato la relazione tra il profilo ESG delle aziende ed il loro rischio finanziario, nonché la loro performance. La ricerca è stata così abbondante che alcuni ricercatori, dopo aver analizzato oltre mille rapporti di ricerca, hanno scoperto che la correlazione tra caratteristiche ESG e performance finanziaria fosse inconcludente; infatti, alcuni studi hanno trovato correlazioni positive, altri negative ed altri ancora una correlazione inesistente tra ESG e performance finanziaria.

Molto probabilmente, le ragioni di questi risultati inconcludenti ed in contrasto tra loro derivano dai diversi dati ESG sottostanti utilizzati. Tuttavia, tra i vari articoli scientifici considerati, non si riesce a definire un meccanismo economicamente plausibile che giustifichi i risultati ottenuti. Un'altra critica citata in un articolo pubblicato da Krueger nel 2015 è il fatto che molti studi empirici che analizzano il legame tra ESG e performance finanziaria, non fanno alcuna distinzione tra correlazione e causalità. Spesso, una correlazione tra ESG e variabili finanziaria è implicitamente interpretata nel senso che i criteri ESG rappresentano la causa mentre la performance finanziaria l'effetto, sebbene la relazione possa essere facilmente invertita. Infatti, come descritto da Krueger, si può sostenere che le aziende con punteggi ESG più elevati siano più brave a gestire i propri rischi, raggiungendo valutazioni più elevate. In alternativa, le aziende con valutazioni più elevate potrebbero essere in condizioni finanziarie migliori e quindi potrebbero essere in grado di investire di più in misure che vadano a migliorare il proprio profilo ESG e, di conseguenza, tali investimenti potrebbero condurre a punteggi ESG più elevati.

Molto importante è l'articolo pubblicato nel 2019 da Giese, Lee, Melas e Nishikawa intitolato "How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance".

Questo articolo non cerca semplicemente delle correlazioni tra le caratteristiche ESG e la performance finanziaria nei dati storici ma analizza il modo in cui i criteri ESG possano influenzare la performance, le valutazioni ed i profili di rischio della società.

Articolo "How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance"

Gli autori innanzitutto si soffermano su un'analisi dettagliata dell'impatto specifico dei fattori ESG sui rischi e sulla performance aziendale rifacendosi ad un lavoro sviluppato nel 2014 da Gregory, Tharyan e Whittaker da cui scaturiscono le seguenti importanti evidenze:

1. Le imprese con un profilo ESG importante sono molto più competitive delle altre e questo vantaggio competitivo può essere dovuto ad un utilizzo più efficiente delle risorse o ad un maggior livello di innovazione. Inoltre, queste aziende tipicamente sono anche migliori nello sviluppare un business plan di lungo termine.
2. Le aziende con un rating ESG elevato utilizzano il loro vantaggio competitivo per generare dei ritorni fuori dalla media che di conseguenza rappresentano una maggiore profittabilità per l'azienda.
3. Una maggiore profittabilità aziendale comporta, di conseguenza, maggiori dividendi.

Questo vantaggio competitivo non è direttamente osservabile ma l'analisi dello studio si focalizza essenzialmente sull'importanza della presenza di maggiori dividendi. Infatti, questo aspetto gioca un ruolo importante perché gli investitori che impegnano capitali in progetti orientati alla sostenibilità lo fanno per un arco temporale notevolmente lungo e, la presenza di un dividendo notevole può incoraggiarli ad affrontare questo tipo di investimento.

Un altro aspetto trattato dall'articolo riguarda la gestione del rischio operativo da parte delle imprese con un alto rating ESG i cui prezzi delle azioni generalmente mostrano un rischio idiosincratico inferiore, come mostrato di seguito:



Figura 6: (Fonte: Giese G. , Lee L. , Melas D. , Nishikawa L. ,(2019), *How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance*, The Journal of Portfolio Management.”)

Le aziende con un alto rating ESG, tipicamente, mostrano una maggiore capacità di controllo del rischio sia nella gestione aziendale interna che nella gestione dell'intera supply chain. Di conseguenza, in virtù di questa migliore gestione del rischio, queste società presentano meno frequentemente eventi come frodi, appropriazione indebita, corruzione o casi di contenzioso che possono incidere gravemente sul valore della società e quindi sul prezzo delle azioni della stessa. Allo stesso tempo è fondamentale che un'azienda con un'elevata esposizione al rischio ESG debba avere un management forte.

Un altro canale di influenza dei fattori ESG è messo in mostra dallo studio è rappresentato dall'influenza che questi criteri esercitano sulla valutazione d'impresa.

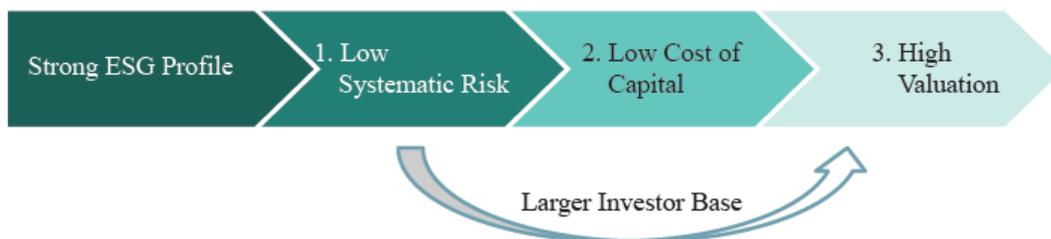


Figura 7: (Fonte: Giese G. , Lee L. , Melas D. , Nishikawa L. ,(2019), *How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance*, The Journal of Portfolio Management)

Le imprese con un profilo ESG più solido sono meno vulnerabili ad eventuali shock sistemati di mercato e, di conseguenza, mostrano un rischio sistematico più basso.

Considerando il CAPM (capital asset pricing model), il beta di un'impresa assume due importanti funzioni: innanzitutto il Beta misura l'esposizione di un'azienda al rischio sistematico ed in secondo luogo, traduce il premio azionario per il rischio in tasso di rendimento richiesto per gli azionisti. Quindi un'impresa con una bassa esposizione al rischio sistematico avrà un Beta basso e ciò significa che gli azionisti richiederanno un basso tasso di rendimento. Tutto ciò si traduce in un inferiore costo del capitale. E, come ben noto, un'azienda caratterizzata da un basso costo del capitale avrà una valutazione più alta.

Gli autori sostengono che le aziende con un basso rating ESG hanno anche una base di investitori relativamente piccola a causa di due effetti:

1. Preferenze degli investitori: molti investitori avversi al rischio o investitori sensibili alle tematiche di sostenibilità sociale ed ambientale evitano di investire in imprese con un basso rating ESG.
2. Informazione asimmetrica: il problema dell'informazione asimmetrica tra le imprese ed i loro investitori è meno accentuata per le imprese con un elevato rating ESG poiché queste imprese tipicamente sono più trasparenti.

Quindi le imprese con una base maggiore di investitori avranno una maggior valutazione.

Abbiamo fin qui analizzato studi che mettono in mostra come aziende con alti punteggi ESG abbiano una performance ed una valutazione migliore, adesso ci concentriamo su uno studio che sviluppa un punto di vista differente.

[Articolo “Where ESG Fails” di Michael Porter, Serafeim e Kramer.](#)

Come osservato dall’analisi dei precedenti articoli, lo sfruttare importanti tematiche sociali e ambientali può condurre ad un impatto sulle aziende o sugli interi settori. Gli autori di questo studio però, mettono in evidenza come i leader delle aziende e gli stessi investitori, non siano in grado di comprendere a pieno il reale valore economico sottostante a queste tematiche di sostenibilità. Infatti, molti leader aziendali considerano i propri sforzi essenzialmente come un mezzo per migliorare la propria reputazione ed attrarre consumatori, lavoratori ed investitori socialmente responsabili. L’impatto delle innovazioni sociali sulla concorrenza e sulla creazione di valore economico non è realmente preso in considerazione. Allo stesso tempo, secondo quest’ottica messa in luce dagli autori dell’articolo, gli investitori specie in passato, non investivano abbastanza in progetti sostenibili e, per tale ragione, perdevano l’opportunità di migliorare i propri rendimenti investendo in aziende che contribuivano proficuamente al progresso sociale. Quindi, essenzialmente questi investitori perdevano l’opportunità di creare un circolo virtuoso basato sull’allocazione di capitale in quelle società che registravano maggiori attività volte al miglioramento del benessere dei clienti, dei fornitori e delle comunità. Questo circolo virtuoso non solo avrebbe portato a dei ritorni presenti ma avrebbe garantito delle importanti opportunità di crescita futura.

L’approccio ESG emerso negli ultimi decenni e, più legato alla performance economica, ha condotto ad una sorta di cambiamento nel modo di intendere la sostenibilità da parte degli investitori. Ha avuto sempre più “successo” l’idea che l’impronta ambientale di un’azienda, le condizioni di lavoro così come altri importanti temi, possano influenzare i risultati finanziari. Questo approccio molto probabilmente è stato utilizzato da molti leader politici per spingere le aziende a promuovere un’ampia serie di questioni sociali in molti settori diversi. Questa pressione ha poi portato a molti miglioramenti nelle condizioni ambientali e sociali, ma ha anche rafforzato ulteriormente la convinzione tra gli investitori che hanno iniziato a comprendere che oltre alle efficienze operative dovute al ridotto utilizzo di energia e risorse naturali, anche altri aspetti della performance sociale possono andare a scapito della redditività.

La crescente importanza di tematiche relative alla sostenibilità ha portato molti investitori a considerare sempre più i rating ESG delle aziende. La ricerca condotta da uno degli autori, Serafeim, ha dimostrato che le aziende che oggi hanno rating ESG migliori hanno un premio, in termini di valutazione.

Il Sustainability Accounting Standards Board (SASB) ha compiuto un passo importante nella creazione di standard di settore che permettono di mettere in luce il legame tra impatto e performance economica. Ricerche condotte da Aaron Yoon della Northwestern University , Mozaffar Khan di Causeway Capital e Serafeim hanno dimostrato poi, che quando le aziende concentrano i propri sforzi in materia di sostenibilità principalmente su fattori sociali e ambientali, queste registrano rendimenti superiori rispetto alla media di mercato.

Gli investitori invece, specie quando operano per conto di grandi fondi di investimento, non possono condurre un'analisi dettagliata circa l'impegno sociale di tutte le aziende in esame. Molti di essi, infatti, selezionano i potenziali investimenti attraverso un'analisi puramente finanziaria e considerano solo in un secondo momento le tematiche ESG al fine di ridurre il rischio di portafoglio. Quindi, il processo di selezione degli investimenti, secondo questo articolo, non ha spazio per poter considerare a pieno i fattori sociali specifici che influenzano il settore o che potrebbero conferire un vantaggio competitivo alla singola azienda.

Il lavoro svolto dalla SASB rappresenta un primo passo importante per cercare di andare oltre i semplici criteri ESG e concentrarsi su questioni sociali specifiche che comportano effetti economici significativi in determinati settori. Eppure, anche questa analisi non riesce a collegare in maniera efficace l'impatto sociale con una strategia competitiva che comporti opportunità di redditività superiore. Secondo la ricerca condotta dagli autori, infatti, la crescente centralità dei fattori ESG ha portato nel tempo a delle Best Practices a livello di settore e ciò non ha permesso ad una singola azienda di sviluppare un vantaggio competitivo a lungo termine all'interno del settore stesso.

Un altro importante aspetto che emerge dall'analisi di questo articolo è che le aziende assumono un comportamento sostenibile sia da un punto di vista ambientale che da un punto di vista sociale essenzialmente per questioni di reputazione. Infatti, le aziende nascondono agli investitori il vantaggio economico derivante da queste politiche di sostenibilità e questo comportamento non fa altro che rafforzare "l'ignoranza" degli investitori sull'importanza della sostenibilità come fonte di valore economico.

Tra i vari temi di sostenibilità affrontati dagli autori, centrale è il tema che si concentra sul come i fattori di sostenibilità sociale ed ambientale abbiano cambiato la struttura di interi settori.

A supporto di tale tesi è presentata un'evidenza che parla del settore di generazione dell'energia. In questo settore, circa vent'anni fa, la regolamentazione stabiliva i prezzi dell'elettricità e conferiva i monopoli. Questo settore presentava forti barriere d'entrata sia per il costo di costruzione dei grandi stabilimenti di produzione che per il fatto che all'epoca non esistessero fonti di energia alternativa. Oggi grazie alla crescente importanza delle tematiche di sostenibilità ambientale, molti governi Europei hanno imposto dei limiti sempre più bassi nell'utilizzo dei combustibili fossili ed allo stesso tempo hanno assunto sempre più un ruolo centrale le fonti di energia sostenibile. Molte società e molti investitori hanno perso notevoli somme di capitale perché non hanno preso in reale considerazione questi cambiamenti sottovalutandoli.

Tra le più importanti conclusioni che si possono trarre da questo studio, si può comprendere come il fatto che l'approccio ESG con l'annessa analisi dell'impatto sociale sia un qualcosa affrontato indipendentemente dalle analisi strategiche e di crescita aziendale. Questo aspetto

rappresenta un fattore limitante in quanto in tal modo vengono perse una serie di fonti di vantaggio competitivo per le aziende.

L'UE ha notato che un obiettivo importante da raggiungere tanto per le aziende quanto per gli investitori è quello di comprendere a pieno tutti i vantaggi annessi all'utilizzo dei fattori ESG, in tal modo infatti si potrebbe raggiungere un maggior benessere sociale, una miglior qualità ambientale ed allo stesso tempo un miglior rendimento per gli azionisti.

Nonostante ciò, gran parte degli investitori considera le questioni sociali irrilevanti ai fini della massimizzazione dei propri rendimenti. Le aziende, quindi, dovranno migliorare la comunicazione delle proprie performance includendo anche i fattori ESG e, descrivendo, specie al pubblico degli investitori, come questi vadano ad impattare sulla performance complessiva.

3.2 ESG ed investitori

Cerchiamo ora di capire meglio come l'analisi economica valuti le ESG da un punto di vista differente, cioè dall'ottica di un investitore, prendendo in esame una serie di articoli e studi scientifici che mettono in luce le motivazioni e gli eventuali vantaggi che possono indurre un investitore ad impegnare il proprio capitale in maniera sostenibile.

Mentre gli studi finora analizzati si sono soffermati sugli effetti economici a livello aziendale scaturiti dall'uso degli ESG, ora ci focalizziamo sul modo in cui gli investitori utilizzano l'informazione ESG.

Consideriamo lo studio condotto nel 2017 da Amir Amel Zadeh intitolato "Why and How Investors use ESG information"

[Studio "Why and How Investors use ESG information"](#)

Questo articolo si basa su un sondaggio di 30 domande distribuito ad un elenco di professionisti senior impiegati nel settore degli investimenti, la maggior parte dei quali sono CEO, Fund Manager, Portfolio Manager o Investment Analyst. Questo sondaggio è stato inoltrato ai destinatari via mail, ottenendo un tasso di risposta del 14,4%.

Le prime evidenze mostrano che un numero crescente di investitori socialmente responsabili considera le informazioni ESG. Tuttavia, non è ancora chiaro se anche gli investitori tradizionali utilizzino le informazioni ESG e se dovessero farlo non sarebbe chiaro se lo facciano per motivi di performance, motivi finanziari o per motivi etici

I risultati mostrano che la maggioranza degli investitori (circa l'82%) considera le informazioni ESG nelle proprie strategie di investimento ed esiste anche una differenza tra gli investitori statunitensi e gli investitori europei; infatti, il 75% degli investitori statunitensi investe in maniera sostenibile contro l'84% degli investitori europei.

Degli investitori che hanno affermato di considerare le informazioni ESG in fase di investimento, la maggioranza, cioè circa il 63%, ha affermato di farlo perché rappresenta materiale finanziariamente rilevante per la performance degli investimenti.

I restanti investitori hanno dato altre motivazioni, e le risposte più diffuse sono state le seguenti:

- far fronte alla crescente domanda di investimento sostenibile da parte della società;
- Sfruttare l'efficacia dei temi relativi alla sostenibilità nel modificare il comportamento delle imprese;
- La sostenibilità fa parte della strategia di sviluppo del prodotto di varie imprese;
- Perché investire responsabilmente rappresenta una responsabilità etica.

Tra gli investitori che hanno risposto di non considerare le informazioni ESG nelle decisioni di investimento, una percentuale significativamente maggiore di investitori statunitensi rispetto agli investitori europei ritiene che tali informazioni non siano rilevanti ai fini dell'investimento.

Analizzando il campione considerato nello studio, si può affermare che l'uso delle informazioni ESG sia guidato prevalentemente da motivi finanziari piuttosto che etici, ma c'è una differenza sostanziale a seconda delle aree considerate. I motivi etici, infatti, sembrano svolgere un ruolo più importante in Europa rispetto agli Stati Uniti; gli Stati Europei, infatti, credono più fortemente che l'impegno verso una maggiore sostenibilità, condotto di pari passo con le aziende, possa portare a dei cambiamenti notevoli sia a livello ambientale che a livello sociale.

In questo articolo, sulla base dello stesso sondaggio, si comprendono quali possano essere le principali barriere che ostacolano l'utilizzo di informazioni ESG da parte degli investitori.

Dal sondaggio risulta che la più grande sfida che gli investitori affrontano nell'integrare le informazioni ESG nel loro processo di investimento è rappresentata dalla mancanza di un termine di comparabilità tra aziende appartenenti a diverse nazioni e soprattutto dalla mancanza di standard che vadano a disciplinare la comunicazione delle informazioni ESG. Tra le altre barriere messe in mostra dagli intervistati vi è il costo legato al reperire ed analizzare le informazioni ESG e la difficoltà riscontrata nel quantificarle.

Un terzo tema importante toccato da questo studio riguarda il come gli investitori vadano ad utilizzare queste tematiche ESG.

In passato ci sono stati molti studi incentrati sul comprendere come i fondi socialmente responsabili agissero, però, nonostante ciò, non si sa molto su come le organizzazioni di investimento tradizionale utilizzino le informazioni ESG.

Di seguito sono riportate alcune delle modalità, messe in luce dallo studio, con cui gli investitori integrano le tematiche ESG nelle strategie di investimento:

- Un investitore che investendo diventa azionista di un'impresa, può partecipare attivamente alla gestione della stessa tramite un impegno aziendale diretto potrebbe proporre il perseguimento di obiettivi aziendali in linea con tematiche di sostenibilità ambientale, sociale e di governance.
- Lo screening negativo è una politica di investimento che consiste nell'eliminare determinati settori, società o pratiche da un fondo di investimento perché non conformi ai criteri ESG.
- Lo screening positivo consiste nell'inclusione di determinati settori, società o pratiche in un fondo o in un portafoglio perché conformi ai criteri ESG.
- Screening best in class rappresenta una modalità di investimento in settori, società o progetti selezionati per le ottime prestazioni ESG.
- L'investimento tematico è l'investimento in temi o in asset specificatamente correlati a fattori ESG come, ad esempio, l'energia pulita, tecnologia verde o agricoltura sostenibile.

Cruciale è anche la determinazione della performance che ne deriva da queste decisioni di investimento. La maggior parte degli intervistati afferma che le strategie di inclusione ESG che comportano migliori risultati in termini di performance è quella basata sulla totale integrazione ESG, in cui gli investitori/azionisti partecipando attivamente alla gestione dell'azienda danno grande importanza alle tematiche di sostenibilità. Una seconda strategia di investimento vantaggiosa è lo screening positivo anche se è una strategia utilizzata meno frequentemente.

Nel complesso, emerge che gli investitori considerano che tutte le strategie abbiano impatti positivi sui rendimenti ad eccezione dello screening negativo.

3.3 Recenti dibattiti sulle tematiche ESG

Negli ultimi anni c'è stato un crescente interesse per gli investimenti ESG e, per tale ragione, gli esperti del mondo finanziario si chiedono se dietro ciò stia nascendo una bolla finanziaria.

Questi investimenti, infatti, stanno conducendo a dei risultati importanti per gli investitori, basti guardare all'indice mondiale delle azioni sostenibili (MSCI World Sri) che ha battuto l'indice globale delle Borse di 4,7 punti percentuali. In media gli investimenti green battono gli investimenti tradizionali di circa 0,7 punti l'anno.

Ma è in atto una bolla finanziaria?

Il rischio che dietro gli investimenti ESG ci sia una bolla è basso, e ciò per tanti motivi.

Il capoeconomista della banca francese Natixis afferma che il ritorno totale degli investimenti ESG (azionari e obbligazionari messi insieme) è stato del 4%-5% , cioè dei rendimenti che sono perfettamente nella media.

Anche il Factor Research ha condotto uno studio sul mercato Usa mettendo in mostra che le azioni ESG hanno un rapporto tra prezzo e utili più elevato rispetto al resto del listino, ma di poco. Allo stesso tempo, i green bond hanno dei rendimenti più bassi rispetto ai bond tradizionali. Questo può essere dovuto all'effetto scarsità. Il mercato dei green bond infatti è minuscolo rispetto all'intero mercato obbligazionario globale, quindi ci sono ampi spazi di crescita.

Questi dati, non sembrano indicare dei pericoli di bolla.

[Gli investimenti <<green>> sono o non sono una bolla sui mercati?- Il Sole 24 ore- Morva Longo]

Larry Fink afferma che il climate change trasformerà per sempre la finanza

Come riportato da Enrico Marro in un articolo pubblicato sul Sole 24 Ore il 14 gennaio 2020, il fondatore e CEO della BlackRock afferma che il cambiamento climatico condurrà a riconsiderare le fondamenta della finanza moderna.

Secondo tale opinione, la finanza cambierà molto prima del clima. Infatti, nella sua lettera annuale ai CEO, Fink mette in luce come il cambiamento climatico stia conducendo ad una nuova valutazione dei rischi e del valore degli asset.

Fink continua dicendo che il rischio climatico non avrà semplicemente un impatto sul mondo fisico ma influenzerà anche il sistema globale alla base della crescita economica.

Uno studio portato avanti dalla Banca dei regolamenti internazionali e firmato da Sirio Aramonte e Anna Zabai si sofferma sul considerare il rischio di una bolla ESG. Nel periodo che va dal 2016 al 2020 si è registrata una crescita delle attività ESG sino ad arrivare ad un valore di circa

35 mila miliardi di dollari. La crescita degli asset ESG è stata notevole soprattutto nei mercati obbligazionari, in tal verso hanno avuto un ruolo importante sia l'opinione pubblica che le varie autorità che hanno incoraggiato la transizione verso un'economia meno inquinante. Allo stesso tempo però, come messo in luce da questo articolo, ci si è soffermati sul capire se questa crescente attenzione verso strumenti finanziari sostenibili avrebbe potuto creare una bolla.

La Banca dei Regolamenti internazionali, infatti, rifacendosi alla storia in termini di esperienze già vissute in ambito economico-finanziario, afferma che tutte le attività che sono collegate ai cambiamenti sociali tendono ad interfacciarsi con una correzione dei prezzi dopo il boom iniziale, come ad esempio le azioni ferroviarie inglesi di metà Ottocento oppure la recente crisi dei mutui "subprime" innescata dagli Mbs (mortgage-backed securities).

Quindi, per la BRI serve una maggiore vigilanza del mercato ESG qualora continuasse a crescere con i trend osservati finora e con l'introduzione di strumenti più elaborati.

Parere JP Morgan

Secondo la JP Morgan, non c'è il rischio che gli investimenti ESG possano trasformarsi in una bolla. Infatti, gli esperti della JP Morgan, affermano che queste preoccupazioni che si stanno diffondendo sempre più nell'ambito economico-finanziario, sono frutto di una tendenza, sempre più diffusa, a confondere due strategie diverse tra loro ovvero l'investimento ESG e l'investimento in temi sostenibili. Infatti, tra i due tipi di investimento ci sono differenze importanti.

- L'investimento ESG è una strategia d'investimento basata sull'inserimento dei fattori ambientali, sociali e di governance nei processi di due diligence ed analisi finanziaria degli investitori. Infatti, le aziende che si concentrano su aspetti ambientali, sociali e di governance hanno delle performance più robuste e più stabili.
- Investire in temi sostenibili significa investire in società e progetti focalizzati su temi di sostenibilità caratterizzati da prospettive di crescita rapida e costante.

Continuando nella loro esposizione, gli esperti JP Morgan, si focalizzano sulla descrizione del processo di riconoscimento di una bolla. Innanzitutto, ci deve essere un contesto di opportunità e rapida crescita che induce ad investire subito, condizioni finanziarie favorevoli spesso accompagnate da un sostegno governativo.

Consideriamo i titoli legati all'energia pulita, rappresentati dall'S&P Global Clean Energy Index, dopo aver guadagnato il 181% tra l'inizio del 2020 e l'8 gennaio 2021, il gruppo ha ceduto il 37% per poi stabilizzarsi ad un livello del 90% superiore ai livelli a cui era scambiato nel gennaio 2020.

I fattori ESG non sono un trend in cui investire come succede invece per i trend di sostenibilità e, di conseguenza, gli investimenti ESG non possono causare una bolla.

Gli investitori così come le aziende si concentrano su questioni ESG rilevanti, ovvero aspetti che possono esercitare un impatto positivo o negativo sui risultati della società stessa e, quindi, è facile capire come investire in ESG non rappresenti il seguire un trend.

CAPITOLO 4

ANALISI EMPIRICA

L'obiettivo di questa ultima parte del lavoro è quello di focalizzarsi sul panorama economico-finanziario italiano analizzando come il fenomeno della sostenibilità si stia diffondendo tra le imprese quotate. In questa analisi si riprendono alcuni aspetti emersi nel capitolo precedente in cui è stato descritto il punto di vista della letteratura economico-finanziaria a livello globale circa le tematiche ESG.

I campioni di imprese presentati in seguito sono stati costruiti avvalendosi prevalentemente di due fonti: l'osservatorio ESG proposto dal quotidiano Il Sole 24 Ore ed il segmento relativo alla sostenibilità fornito da Borsa Italiana.

Ai fini di un'analisi approfondita saranno presentate le fonti da cui sono stati determinati i campioni di aziende e, successivamente, utilizzando gli stessi campioni, tramite un'analisi basata su alcune regressioni, si descriveranno, laddove ci fossero, delle evidenze empiriche.

4.1. Osservatorio ESG (“Il Sole 24 Ore”)

A partire dal 2019, il quotidiano “Il Sole 24 Ore” ha proposto a tutte le imprese quotate su Borsa Italiana di compilare un questionario che permettesse di comprenderne il grado di sostenibilità. Successivamente, tutte le aziende aderenti all'iniziativa sono state inserite in una lista di aziende “sostenibili” pubblicata e consultabile sul sito del quotidiano nella sezione denominata “Osservatorio ESG”. In questa apposita sezione, non è soltanto presente la lista di aziende sostenibili ma sono riportate anche le risposte date da ciascuna azienda al questionario.

Il questionario si compone di quattro aree riguardanti rispettivamente **Ambiente**, **Società**, **Governance** e **Prodotti**. In ciascuna di queste quattro sezioni sono presenti domande alle quali ogni azienda può rispondere in maniera affermativa (SI) o negativa (NO). Qualsiasi azienda abbia risposto “Sì” a ciascuno dei quesiti ha effettivamente dichiarato di attuare le tematiche contenute nell'annesso quesito.

Sezione Ambiente

Sono presenti varie domande inerenti l'impegno in merito alla sostenibilità ambientale.

Nello specifico le domande poste alle aziende sono le seguenti:

- Nella strategia aziendale sono perseguiti Target, obiettivi e scadenze che tengono in considerazione tematiche ambientali?
- L'azienda persegue una policy ambientale?
- Nell'azienda sono utilizzate energie rinnovabili?
- Esiste un impegno aziendale verso l'efficienza energetica?
- Esiste un impegno aziendale volto alla riduzione delle emissioni?

Sezione Sociale

In questa seconda area del questionario si cerca di dedurre quale sia l'impegno dell'azienda nel perseguimento di obiettivi di sostenibilità sociale.

Le domande poste sono le seguenti:

- Esiste un impegno volto a garantire le pari opportunità?
- Sono rispettati i diritti umani?
- Esiste un impegno volto ad attrarre talenti?
- Esistono relazioni Sindacali?
- Nell'azienda è possibile lo sviluppo carriera?
- È favorita la maternità?
- L'azienda rispetta target, obiettivi e scadenze di natura sociale?

Sezione Governance

Terza area che si pone l'obiettivo di comprendere come tematiche di sostenibilità ambientale e sociale siano applicate nella struttura amministrativa e di governance dell'impresa.

Le domande presenti in questa sezione sono le seguenti:

- Nell'apparato di Governance aziendale sono presenti comitati per le scelte di remunerazione del Consiglio d'amministrazione e del Top Management?
- Nell'azienda è presente una figura incaricata alla gestione ed all'internalizzazione di tematiche inerenti la CSR?
- Esiste una remunerazione dei manager legata ai risultati in ambito ambientale e sociale?
- Qual è la percentuale di donne nel CDA?
- Qual è la percentuale di donne fra dirigenti e manager?

Sezione Prodotti

L'ultima sezione del questionario include le seguenti domande:

- I prodotti sono imballati con materiali ecocompatibili?
- Esiste un monitoraggio della catena di fornitura per verificarne la sostenibilità?
- Percentuale investita in ricerca e sviluppo rispetto al totale dei ricavi.

Analizziamo alcune evidenze emerse dai questionari.

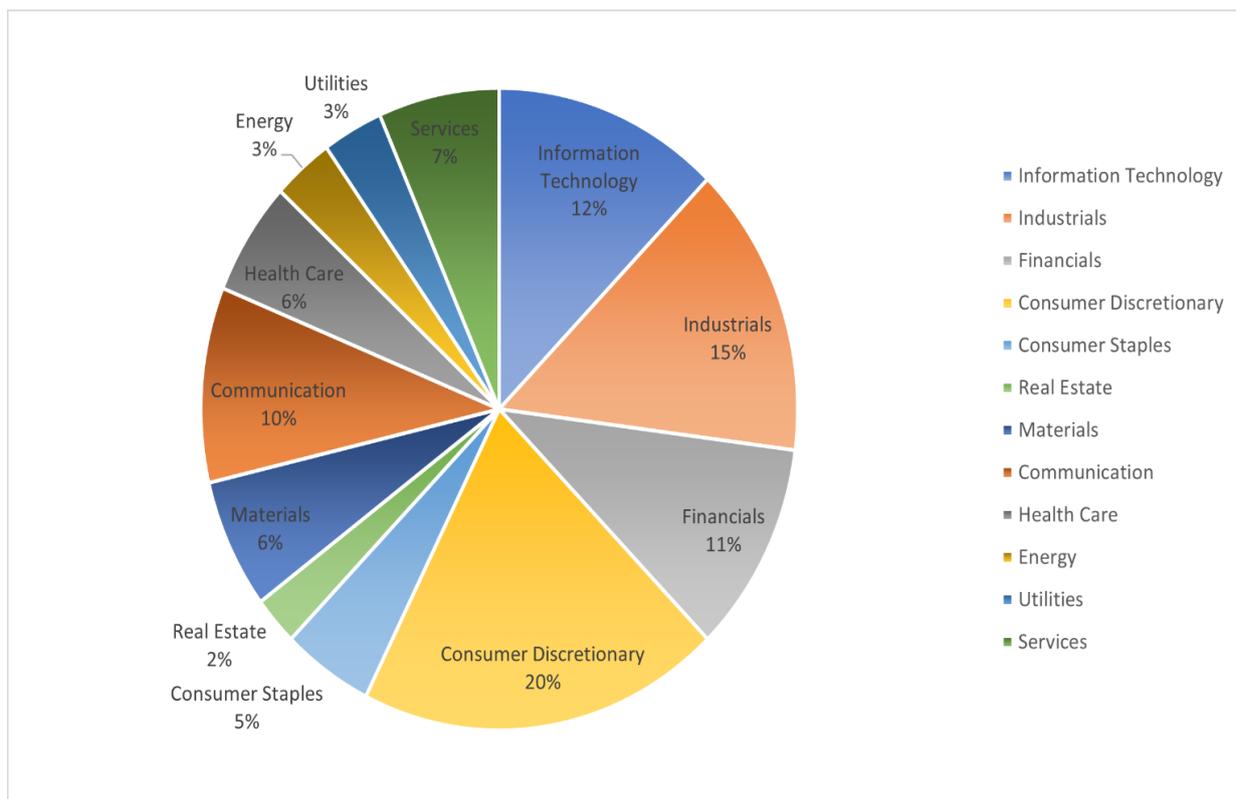
Ai fini di una corretta interpretazione dei risultati, è stata effettuata una categorizzazione delle aziende in undici settori differenti:

- Aziende fornitrici di Materie Prime (**Materials**) ;
- Aziende fornitrici di Beni Primari (**Consumer Staples**);
- Aziende fornitrici di Beni il cui consumo è a discrezione del cliente (**Consumer Discretionary**);
- Aziende fornitrici di Servizi di Comunicazione (**Communication Services**);
- Aziende fornitrici di Servizi di Assistenza Sanitaria (**Health Care**);
- Aziende fornitrici di Servizi Finanziari (**Financials**);
- Aziende fornitrici di Servizi Energetici (**Energy**);
- Aziende Manifatturiere (**Industrials**);
- Aziende operanti nel Settore IT (**Information Technology**);
- Aziende fornitrici di Servizi di Pubblica Utilità (**Utilities**);
- Aziende operanti nel mercato immobiliare (**Real Estate**).
- Aziende operanti nel settore dei servizi (**Services**)

Osserviamo come le aziende si distribuiscono nelle categorie individuate:

Categoria	Numero Aziende	Percentuale
Industrials	18	15 %
Information Technology	15	12 %
Consumer Discretionary	24	20 %
Financials	13	11 %
Communication	12	10 %
Utilities	4	3 %
Health Care	7	6 %
Consumer Staples	6	5 %
Materials	8	7 %
Energy	4	3 %
Services	8	7%
Real Estate	3	2 %

[Tabella 5: settori di appartenenza delle aziende che hanno compilato il questionario ESG]



[Grafico 1: rappresentazione dei settori di appartenenza delle aziende che hanno compilato il questionario ESG]

Questi dati mostrano come tra le imprese quotate su Piazza Affari e sul mercato AIM, abbiano risposto al questionario in particolare imprese operanti nel settore manifatturiero ed aziende appartenenti alla categoria indicata come “Consumer Discretionary”.

Ci troviamo dinanzi a delle importanti evidenze: innanzitutto le tematiche ESG nel contesto economico-finanziario italiano rappresentano iniziative in via di sviluppo e non del tutto note nei contesti aziendali. Ciò che emerge da questa analisi è che di sicuro ci sono settori molto più “istruiti” rispetto ad altri, su tutti il settore manifatturiero, mentre appare nettamente in ritardo il settore energetico caratterizzato da aziende con grandi stabilimenti e piattaforme adibiti all’utilizzo ed alla distribuzione di fonti di energia non rinnovabile che operano in maniera intensiva e molto dannosa sia per l’ambiente che per la società.

Di seguito sono riportati i risultati emersi dall'analisi di ciascuna delle quattro sezioni del questionario. In corrispondenza della colonna denominata "Percentuale di Sì" è riportata la percentuale di aziende che attuano quella specifica tematica rispetto alle 122 che hanno risposto al questionario.

Ambiente

TEMA	PERCENTUALE DI "SÌ"
Target obiettivi e scadenze ambientali	50 %
Policy Ambientale	64 %
Utilizzo di energie rinnovabili	49 %
Impegno verso efficienza energetica	64 %
Impegno a ridurre emissioni	54 %

[Tabella 6: risultati della sezione "Ambiente" del questionario ESG]

Metà delle aziende considera le tematiche di sostenibilità ambientale all'interno della strategia aziendale in termini di obiettivi e policy aziendale.

Non molto elevata è la percentuale di aziende che opta per l'utilizzo di fonti di energia rinnovabile (49%) o che si impegna a ridurre le emissioni (54%), mentre assume un'importanza leggermente maggiore l'impegno ad ottenere una maggiore efficienza energetica.

Tali risultati non sembrano essere molto positivi, infatti tra le aziende che attribuiscono un ruolo centrale alle tematiche di sostenibilità, solo circa la metà di queste si impegna in maniera evidente per contribuire ad un raggiungimento di migliori condizioni climatiche ed ambientali che, giorno dopo giorno, peggiorano sempre più.

Questo, allo stesso tempo, potrebbe far pensare che tra le aziende che hanno risposto al questionario ci siano varie "Green-washing", ovvero realtà aziendali che si pubblicizzano come sostenibili ma che in realtà non fanno nulla di concreto in termini di sostenibilità ambientale.

Società

TEMA	PERCENTUALE DI “Sì”
Impegno a garantire le pari opportunità	91%
Attrarre talenti	83%
Relazioni Sindacali	77%
Sviluppo carriera	62%
Favorire la maternità	47%
Target, obiettivi e scadenze sociali	29%
Rispetto dei diritti umani	100%

[Tabella 7: risultati della sezione “Società” del questionario ESG]

Come mostrano i dati, oggi i lavoratori operano in contesti in linea con il rispetto dei diritti umani ed allo stesso tempo, grazie all’importante ruolo dei sindacati, godono di importanti diritti posti al centro degli obiettivi aziendali.

Per quanto concerne gli obiettivi di natura sociale, le aziende analizzate e più in generale tutte le aziende italiane, non garantiscono agli individui molte possibilità di carriera, nel campione infatti “solo” il 62%, cioè poco più della metà delle imprese, consente ai propri dipendenti di poter fare progressi in termini di carriera. Questo è un aspetto alquanto negativo per l’intero quadro economico italiano, basti pensare alla sempre più diffusa “fuga di cervelli”, ovvero giovani che preferiscono spostarsi all’estero pur di poter far carriera.

Governance

TEMA	PERCENTUALE DI “SI”
Comitati di remunerazione di CdA e Top management	63%
Figura incaricata di CSR	37%
Remunerazione legata a risultati in ambito sociale e ambientale	21%

[Tabella 8: risultati della sezione “Governance” del questionario ESG]

I dati mettono in mostra come sia limitata la percentuale di aziende che inseriscono nel proprio contesto delle figure apposite volte all’internalizzazione di tematiche ESG nella strategia aziendale. Inoltre, tutto l’apparato di governance delle imprese è molto distante dal collegare la remunerazione del top management o del CdA al raggiungimento di specifici target ambientali o sociali.

TEMA	PERCENTUALE DI “SI”
Percentuale di donne nel CDA	26%
Percentuale di donne fra dirigenti e manager	18%

[Tabella 9: risultati della sezione “Governance” del questionario ESG]

La presenza di figure femminili in ruoli di amministrazione e gestione è molto ridotta e, addirittura, osservando questi dati, sembrerebbe che le pari opportunità, a livello aziendale, non siano poi così tanto un obiettivo raggiunto come invece mostrato dai dati precedentemente analizzati.

Prodotto

Nell'ultima sezione del questionario sono presenti domande indirizzate essenzialmente alle aziende manifatturiere e che, riguardano i materiali utilizzati per realizzare i prodotti finiti. Dai risultati del sondaggio risulta che solo il 32 % di tali aziende imballa i propri prodotti con materiali ecocompatibili, dato che rappresenta un'ulteriore conferma del ritardo delle aziende italiane verso tematiche di sostenibilità ambientale.

4.2. Il segmento sostenibile di Borsa Italiana

Borsa Italiana da gennaio 2021 ha avviato la "Sustainable Finance Partnership" con l'obiettivo di permettere uno sviluppo di soluzioni innovative di Corporate Sustainable Finance per il mercato di capitali italiano.

Borsa Italiana, in qualità di infrastruttura finanziaria, si è impegnata quindi a facilitare il dialogo all'interno della comunità finanziaria al fine di creare valore tramite l'utilizzo di modelli di business sostenibili. Borsa Italiana, pubblicando una lista di aziende che perseguono obiettivi di sostenibilità, è stata la prima Borsa al mondo a favorire il dialogo tra imprese, investitori ed intermediari, tutti contemporaneamente interessati alle tematiche ESG.

4.3. Analisi dei dati

In questa parte del capitolo è descritta un'analisi svolta su due campioni di aziende individuati consultando sia la lista di aziende pubblicata sul sito de "Il Sole 24 Ore" nella sezione "Osservatorio ESG" che l'elenco di imprese quotate inserite nel segmento inerente la sostenibilità e pubblicato sul sito di Borsa Italiana.

Il lavoro di ricerca di evidenze empiriche si articola su due analisi separate ciascuna delle quali svolta su uno dei due campioni individuati e, avvalendosi in entrambi i casi dello sviluppo di regressioni.

4.3.1. Analisi empirica 1

Nella prima analisi svolta è considerato un campione contenente sia imprese etichettate come sostenibili che imprese non sostenibili e, per ognuna di queste, sono stati osservati dati inerenti la performance aziendale.

Il fine ultimo dell'analisi, infatti, è quello di individuare se esistono delle evidenze che permettono di affermare che le aziende sensibili alle politiche di sostenibilità performino meglio o peggio di quelle non apparentemente interessate a queste tematiche.

Metodo di campionamento

Innanzitutto, sono state selezionate circa un centinaio di aziende inserite nelle liste di sostenibilità precedentemente descritte. Successivamente, a seguito di una categorizzazione delle stesse in settori di appartenenza, sono state individuate imprese, non apparentemente sostenibili, simili in termini di dimensione (numero di lavoratori) e operanti negli stessi settori delle imprese sostenibili. Il risultato è un campione formato da 210 imprese.

Per ciascuna delle imprese individuate sono riportati dati riguardanti quattro anni differenti (2017-2018-2019-2020). I dati di ciascuna impresa e relativi a ciascun anno sono considerati in maniera indipendente e, ciò che ne risulta è un campione con un totale di 840 osservazioni.

Variabili utilizzate

Nome	Abbreviazione in Stata	Descrizione	Caratteristiche	Fonte
Return on Equity	roe	Monitora la performance aziendale. È un indice economico che descrive la redditività del capitale ed è ottenuto dal rapporto tra reddito netto e patrimonio netto. Maggiore è il valore di tale indice migliore sarà la performance aziendale	Variabile rappresentata in termini percentuali	Morningstar
Leva Finanziaria	leverage	Monitora la performance aziendale. È un rapporto che definisce l'incidenza del debito sul totale del passivo. Un valore elevato di leva finanziaria rappresenta un'azienda sottocapitalizzata.	Variabile espressa in valori decimali.	Morningstar
Rapporto tra dividendo staccato ed utile dell'impresa	div_utile_ratio	Monitora la performance aziendale. Maggiore sarà questo rapporto maggiore sarà la porzione di utile che l'azienda destinerà ai propri azionisti come forma di remunerazione	Variabile espressa in valori decimali.	Investing.com
Sostenibilità Aziendale	subst	Descrive il carattere sostenibile delle imprese. Restituisce valore 1 se l'impresa è inserita nelle liste di aziende sostenibili proposte da Il Sole 24 Ore e da Borsa Italiana, 0 altrimenti.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Information Technology	dum_it	Variabile che restituisce valore 1 in corrispondenza di tutte quelle imprese che si occupano di Cloud, Computing, piattaforme informatiche, software, creazione di Sistemi Informativi per le aziende, Internet of Things, realtà virtuale	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana

Nome	Abbreviazione in Stata	Descrizione	Caratteristiche	Fonte
Settore Industrials	dum_ind	Variabile che restituisce valori pari a 1 in corrispondenza di tutte quelle imprese manifatturiere che producono macchinari, utensili e sistemi innovativi di produzione.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Financials	dum_fin	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Financials, 0 altrimenti. Sono incluse nel settore financials tutte quelle imprese che operano in qualità di consulenti al servizio di aziende e di privati	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Consumer Discretionary	dum_cd	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Consumer Discretionary, 0 altrimenti. Fanno parte di questo settore le aziende che producono elettrodomestici, arredamento e abbigliamento	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Consumer Staples	dum_cs	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Consumer Staples, 0 altrimenti. Compongono questo settore (Consumer Staples) tutte quelle società che producono o distribuiscono al dettaglio beni di prima necessità	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Real Estate	dum_re	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Real Estate, 0 altrimenti. Sono incluse in questo settore le aziende che operano nel settore immobiliare che, pertanto si occupano di tutto ciò che concerne i beni immobili	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana

Nome	Abbreviazione in Stata	Descrizione	Caratteristiche	Fonte
Settore Materials	dum_mat	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Materials , 0 altrimenti. Compongono questo settore tutte quelle imprese coinvolte nella scoperta, sviluppo e trasformazione delle materie prime	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Communication Services	dum_coser	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Communication Services, 0 altrimenti. Fanno parte del settore le imprese che lavorano alla divulgazione di contenuti ed informazioni per varie finalità.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Health Care	dum_healt	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Health Care, 0 altrimenti. L'HealthCare identifica il settore medico e comprende aziende farmaceutiche e sanitarie.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Energy	dum_ener	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Energy, 0 altrimenti. Il settore energetico include tutte quelle imprese operanti nel settore petrolifero e del gas.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana

Nome	Abbreviazione in Stata	Descrizione	Caratteristiche	Fonte
Settore Utilities	dum_ut	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Utilities, 0 altrimenti. Le imprese in corrispondenza delle quali la dummy restituirà valore 1 sono quelle che forniscono acqua, luce, gas, telefonia.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Services	dum_services	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore dei servizi, 0 altrimenti. Fanno parte di questo settore tutte quelle imprese che svolgono attività complementari alle attività produttive, finanziarie e manifatturiere.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana

[Tabella 10: descrizione delle variabili utilizzate nell' analisi empirica 1]

Principali statistiche delle variabili

Variabile	Osservazioni	Media	Deviazione Standard	Min	Max
Return on Equity	840	2.796048	59.89757	-798.65	419.91
Leva Finanziaria	840	4.341702	10.96617	0	261.64
Rapporto tra dividendo staccato ed utile dell'impresa	840	0.0421212	0.3253556	- 0.5	5.13
Sostenibilità Aziendale	840	0.5809525	0.4936971	0	1
Settore Information Technology	840	0.1095238	0.3124813	0	1
Settore Industrials	840	0.172619	0.3781428	0	1
Settore Financials	840	0.0619048	0.2411261	0	1
Settore Consumer Discretionary	840	0.2380952	0.4261715	0	1
Settore Consumer Staples	840	0.0285714	0.1666979	0	1
Settore Real Estate	840	0.0095238	0.097182	0	1

Variabile	Osservazioni	Media	Deviazione Standard	Min	Max
Settore Materials	840	0.052381	0.2229268	0	1
Settore Communication Services	840	0.0904762	0.2870337	0	1
Settore Health Care	840	0.0619048	0.2411261	0	1
Settore Energy	840	0.0464286	0.2105368	0	1
Settore Services	840	0.0666667	0.2495924	0	1
Settore Utilities	840	0.0190476	0.1367738	0	1

[Tabella 11: principali statistiche delle variabili utilizzate nell'analisi empirica 1]

REGRESSIONI

Di seguito sono riportati i risultati di regressioni svolte con l'obiettivo di cogliere particolari evidenze tra la performance e la sostenibilità delle aziende. Sono svolte prima delle regressioni che pongono alternativamente le variabili di performance come variabili dipendenti e, successivamente è svolta una regressione logistica che considera la dummy inerente il carattere di sostenibilità dell'azienda come variabile dipendente.

	(1)	(2)	(3)
	Return on Equity	Leva Finanziaria	Rapporto dividendo utile
Sostenibilità	9.028	-2.469*	0.0249
Aziendale	(1.55)	(-2.30)	(0.95)
Settore	-18.97	-1.106	0.00261
Information Technology	(-1.89)	(-0.98)	(0.12)
Settore	-2.835	-1.362	0.00151
Industrials	(-0.64)	(-1.34)	(0.11)
Settore	-12.24	1.071	-0.0214
Financials	(-1.55)	(0.67)	(-0.80)
Settore	-13.34	-1.512	0.0511*
Consumer Discretionary	(-1.93)	(-1.50)	(2.07)
Settore	-10.22	-0.753	-0.0129
Consumer Staples	(-1.50)	(-0.54)	(-0.48)
Settore	-21.76**	-0.350	-0.0235
Real Estate	(-3.05)	(-0.24)	(-0.88)

Settore	-10.74*	-2.247	0.0935
Materials	(-1.99)	(-1.93)	(0.88)
Settore	-36.38*	2.033	-0.0189
Communication Serivces	(-2.40)	(0.87)	(-1.04)
Settore	-4.239	-0.101	0.158
Health Care	(-0.90)	(-0.07)	(1.76)
Settore	-5.598	-1.459	-0.00890
Energy	(-1.22)	(-1.31)	(-0.74)
Settore	-7.252	5.268	0.0279
Servizi	(-1.15)	(0.99)	(0.97)
Settore	-8.704	-0.0187	-0.0241
Utilities	(-1.30)	(-0.01)	(-0.91)
Anno 2017	0	0	0
	(.)	(.)	(.)
Anno 2018	-1.161	-0.821	0.0280
	(-0.26)	(-0.63)	(0.89)
Anno 2019	-6.411	-1.069	0.00457
	(-1.44)	(-0.84)	(0.20)

Anno 2020	-11.57 (-1.94)	-0.296 (-0.21)	0.0145 (0.49)
Costante	14.36*** (3.72)	6.655*** (5.25)	-0.00886 (-0.58)

N	840	840	840

[Tabella 12: risultati regressioni condotte nell'analisi empirica 1]

Oltre alle variabili precedentemente introdotte, sono presenti in questa tabella anche le variabili "Anno 2017", "Anno 2018", "Anno 2019", "Anno 2020", che non fanno altro che raggruppare i dati in base all'anno di pertinenza.

(1) Ricerca di possibili relazioni tra il ROE, sostenibilità aziendale ed il settore di appartenenza.

Variabile dipendente: Return on Equity

Variabili indipendenti: Sostenibilità aziendale, Settore Information Technology , Settore Industrials , Settore Financials , Settore Consumer Discretionary ,Settore Consumer Staples, Settore Real Estate , Settore Materials , Settore Communication Services , Settore Health Care , Settore Energy , Settore Utilities, Settore Servizi.

Analisi dei risultati

Guardando i dati inerenti la bontà del modello, notiamo una F uguale a 2.20 ed un rispettivo p-value pari a 0.0043, valore inferiore alla soglia dello 0.05, ragion per cui possiamo affermare che il modello in esame è esplicativo della variabile dipendente.

Osservando i p-value delle variabili indipendenti, possiamo affermare che le seguenti variabili sono statisticamente significative: **Settore Real Estate, Settore Materials, Settore Communication Services.**

Ciò significa che le aziende del settore immobiliare, le aziende attive nella trasformazione delle materie prime ed infine le aziende operanti nel settore delle comunicazioni mostrano dei livelli di redditività più elevati rispetto alle imprese appartenenti agli altri settori, come mostrato dal ROE. Non risultano evidenze di significatività statistica della variabile **Sostenibilità aziendale** relativa alla sostenibilità.

(2) Ricerca di possibili relazioni tra la leva finanziaria, sostenibilità aziendale ed il settore di appartenenza.

Variabile dipendente: Leva Finanziaria

Variabili indipendenti: Sostenibilità aziendale, Settore Information Technology , Settore Industrials , Settore Financials , Settore Consumer Discretionary ,Settore Consumer Staples, Settore Real Estate , Settore Materials , Settore Communication Services , Settore Health Care , Settore Energy , Settore Utilities, Settore Servizi.

Analisi dei risultati

I dati inerenti la bontà del modello mostrano una F uguale ad 4.18 ed un rispettivo p-value pari a 0.0000, valore inferiore alla soglia dello 0.05, ragion per cui possiamo affermare che il modello in esame è esplicativo della variabile dipendente.

Osservando i p-value delle variabili indipendenti risulta un'evidenza importante, ovvero che le aziende inserite nelle liste di sostenibilità registrano un rapporto di indebitamento maggiore rispetto alle aziende apparentemente non sostenibili.

(3) Ricerca di possibili relazioni tra il rapporto dividendo su utile aziendale, sostenibilità aziendale ed il settore di appartenenza.

Variabile dipendente: Rapporto tra dividendo staccato ed utile dell'impresa

Variabili indipendenti: Sostenibilità aziendale, Settore Information Technology , Settore Industrials , Settore Financials , Settore Consumer Discretionary ,Settore Consumer Staples, Settore Real Estate , Settore Materials , Settore Communication Services , Settore Health Care , Settore Energy , Settore Utilities, Settore Servizi.

Analisi dei risultati

I dati inerenti la bontà del modello mostrano una F uguale a 3.15 ed un rispettivo p-value pari a 0.0001, valore inferiore alla soglia dello 0.05, ragion per cui possiamo affermare che il modello in esame è esplicativo della variabile dipendente.

Osservando i p-value delle variabili indipendenti, possiamo concludere che solo in un caso, in corrispondenza della variabile **Settore Consumer Discretionary** si registra un valore inferiore allo 0.05, quindi questa variabile è statisticamente significativa. Per tale motivo

possiamo affermare che si registrano valori più elevati della variabile dipendente “**Rapporto tra dividendo staccato ed utile dell’impresa**” in corrispondenza di aziende produttrici di elettrodomestici, arredamento o aziende attive nel settore dell’abbigliamento. Non risultano, invece, evidenze di significatività statistica della variabile **Sostenibilità aziendale** relativa alla sostenibilità.

4) Ricerca di possibili relazioni tra sostenibilità aziendale, performance ed il settore di appartenenza.

VARIABLES	(1) Sostenibilità Aziendale
Return on Equity	0.00115 (0.000899)
Leva Finanziaria	-0.0380*** (0.0131)
Rapporto tra dividendo ed utile dell’impresa	0.289** (0.127)
Settore Information Technology	5.716*** (0.140)
Settore Industrials	5.301*** (0.113)
o.Settore Finanziario	-
Settore Consumer Discretionary	5.256*** (0.0986)
o.Consumer Staples	-

o.Settore Real Estate	-
Settore Materials	5.855*** (0.207)
Settore Communication Services	5.915*** (0.160)
Settore Health Care	5.404*** (0.184)
Settore Energy	5.099*** (0.211)
Settore Services	5.561*** (0.176)
o.Settore Utilities	-
Constant	-5.194*** (0.0532)
Observations	740

[Tabella 13 : risultati Regressione 4 condotta nell'analisi empirica 1]

Le variabili che in tabella sono precedute da “o.” (**o.Settore Finanziario**, **o.Consumer Staples**, **o.Settore Real Estate**, **o.Settore Utilities**) sono variabili omesse da Stata per via della multicollinearità.

Variabile dipendente: Sostenibilità Aziendale

Variabili indipendenti: Return on Equity, Leva Finanziaria, Rapporto tra dividendo ed utile dell'impresa, Settore Information Technology , Settore Industrials , Settore Financials , Settore Consumer Discretionary, Settore Consumer Staples , Settore Real Estate , Settore Materials , Settore Communication Services , Settore Health Care , Settore Energy , Settore Utilities , Settore Servizi .

Analisi dei risultati

Si tratta di una regressione logistica, infatti la variabile dipendente “**Sostenibilità Aziendale**” è una variabile dicotomica.

Guardando i dati inerenti la bontà del modello, notiamo un p-value pari a 0.0000, valore inferiore alla soglia dello 0.05, ragion per cui possiamo affermare che il modello in esame è esplicativo della variabile dipendente.

Osservando i p-value delle variabili indipendenti, notiamo che tutte le variabili indipendenti sono statisticamente significative, ad eccezione del Return on Equity. Quindi possiamo concludere che non ci sono evidenze che ci permettono di affermare che aziende che registrano valori maggiori di redditività sono le aziende inserite nella lista di aziende sostenibili. Mentre possiamo affermare che le imprese con maggiori livelli sia di Leva Finanziaria che di rapporto dividendo su utile sono inserite nella lista relativa alla sostenibilità.

Commento dei risultati ottenuti

I risultati appena descritti non mostrano in maniera sistematica delle evidenze tali da poter attribuire una migliore o una peggiore performance alle aziende sostenibili. Infatti, solo nella seconda regressione emerge un dato statisticamente significativo, ovvero che le aziende sostenibili tendono ad avere un rapporto di indebitamento più elevato rispetto alle non sostenibili. Un rapporto di indebitamento più elevato è descrittivo di un'azienda che ricorre a prestiti per coprire i propri costi operativi e, così facendo, rendendosi più esposta ai rischi legati all'aumento dei tassi d'interesse.

A conferma di quanto appena affermato vi sono i risultati ottenuti dalla regressione logistica. Infatti, quest'ultimo modello di regressione mostra alcune evidenze e, in particolare, si può notare che le aziende inserite nelle liste di imprese sostenibili sono anche quelle aziende che fanno registrare un più elevato rapporto di indebitamento ed un più elevato rapporto dividendo su utile. Mentre la relazione statisticamente significativa tra sostenibilità aziendale e rapporto di

indebitamento è emersa già in una delle prime tre regressioni, la regressione logistica aggiunge un'evidenza non riscontrata prima ed inerente il più elevato rapporto dividendo su utile nelle imprese sostenibili. Questo risultato è importante nell'ottica degli investitori che, investendo in un'azienda sostenibile, potrebbero ottenere mediamente dei dividendi più elevati rispetto all'investire in un'analogo impresa non apparentemente attiva nelle politiche di sostenibilità. Questo risultato inerente il dividendo è in linea con i risultati descritti nel capitolo precedente in cui si è messo in luce che le aziende sostenibili tendono a staccare dei dividendi più elevati come ricompensa per i propri azionisti che, investendo in queste realtà aziendali, immobilizzano del capitale per un arco temporale non breve.

4.3.2. Analisi empirica 2

In questa seconda analisi empirica si è posto il focus su quelle aziende che, sia nel 2019 che nel 2020, hanno compilato il questionario inerente la sostenibilità e proposto da “Il Sole 24 Ore”.

Da un’analisi più generale, ci si sposta ad una più particolare che si sofferma sullo studio delle sole aziende sostenibili con l’intento di comprendere in quali settori le diverse tematiche di sostenibilità sono più sviluppate. Infatti, come mostrato di seguito, sono introdotte delle variabili che assegnano un punteggio a ciascuna azienda sulla base dell’impegno rispettivamente in materia di sostenibilità ambientale, sociale, di governance e di prodotto.

Modalità di campionamento

Il campione utilizzato è composto da 122 aziende che sia nel 2019 che nel 2020 hanno compilato il questionario proposto dall’osservatorio ESG de “Il Sole 24 Ore”.

Per ognuna delle imprese selezionate sono riportati dati riguardanti due anni differenti, il 2019 ed il 2020, ragion per cui si è preferito rappresentare ogni azienda con i dati relativi ad un determinato anno come un’azienda a sé. Ne risulta un campione composto da 244 osservazioni.

Variabili utilizzate

Nome	Abbreviazione in Stata	Descrizione	Caratteristiche	Fonte
Sostenibilità Ambientale	var_a	Variabile che può assumere valori da 0 a 5, a seconda del numero di tematiche ambientali proposte dal questionario sono attuate dall’azienda	Variabile che può assumere valori interi compresi tra 0 e 5	Il Sole 24 Ore
Sostenibilità Sociale	var_s	Variabile che può assumere valori da 0 a 7, a seconda del numero di tematiche sociali proposte dal questionario sono attuate dall’azienda.	Variabile che può assumere valori interi compresi tra 0 e 7	Il Sole 24 Ore
Sostenibilità e Governance	var_g	Variabile che può assumere valori da 0 a 4, a seconda del numero di tematiche di governance proposte dal questionario sono attuate dall’azienda.	Variabile che può assumere valori interi compresi tra 0 e 4	Il Sole 24 Ore

Nome	Abbreviazione in Stata	Descrizione	Caratteristiche	Fonte
Sostenibilità dei prodotti	var_p	Variabile che può assumere valori da 0 a 2, a seconda del numero di tematiche relative ai prodotti proposte dal questionario sono attuate dall'azienda.	Variabile che può assumere valori interi compresi tra 0 e 2	Il Sole 24 Ore
Return on Equity	roe	Monitora la performance aziendale. È un indice economico che descrive la redditività del capitale ed è ottenuto dal rapporto tra reddito netto e patrimonio netto. Maggiore è il valore di tale indice migliore sarà la performance aziendale	Variabile rappresentata in termini percentuali	Morningstar
Leva Finanziaria	leverage	Monitora la performance aziendale. È un rapporto che definisce l'incidenza del debito sul totale del passivo. Un valore elevato di leva finanziaria rappresenta un'azienda sottocapitalizzata.	Variabile espressa in valori decimali.	Morningstar
Rapporto tra dividendo staccato ed utile dell'impresa	div_utile_ratio	Monitora la performance aziendale. Maggiore sarà questo rapporto maggiore sarà la porzione di utile che l'azienda destinerà ai propri azionisti come forma di remunerazione	Variabile espressa in valori decimali.	Investing.com
Settore Information Technology	dum_it	Variabile che restituisce valore 1 in corrispondenza di tutte quelle imprese che si occupano di Cloud, Computing, piattaforme informatiche, software, creazione di Sistemi Informativi per le aziende, Internet of Things, realtà virtuale	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana

Nome	Abbreviazione in Stata	Descrizione	Caratteristiche	Fonte
Settore Industrials	dum_ind	Variabile che restituisce valori pari a 1 in corrispondenza di tutte quelle imprese manifatturiere che producono macchinari, utensili e sistemi innovativi di produzione.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Financials	dum_fin	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Financials, 0 altrimenti. Sono incluse nel settore financials tutte quelle imprese che operano in qualità di consulenti al servizio di aziende e di privati	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
settore Consumer Discretionary	dum_cd	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Consumer Discretionary, 0 altrimenti. Fanno parte di questo settore le aziende che producono elettrodomestici, arredamento e abbigliamento	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Consumer Staples	dum_cs	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Consumer Staples, 0 altrimenti. Compongono questo settore (Consumer Staples) tutte quelle società che producono o distribuiscono al dettaglio beni di prima necessità	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Real Estate	dum_re	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Real Estate, 0 altrimenti. Sono incluse in questo settore le aziende che operano nel settore immobiliare che, pertanto si occupano di tutto ciò che concerne i beni immobili	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana

Nome	Abbreviazione in Stata	Descrizione	Caratteristiche	Fonte
Settore Materials	dum_mat	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Materials , 0 altrimenti. Compongono questo settore tutte quelle imprese coinvolte nella scoperta, sviluppo e trasformazione delle materie prime	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Communication Services	dum_coser	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Communication Services, 0 altrimenti. Fanno parte del settore le imprese che lavorano alla divulgazione di contenuti ed informazioni per varie finalità.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Health Care	dum_healt	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Health Care, 0 altrimenti. L'HealthCare identifica il settore medico e comprende aziende farmaceutiche e sanitarie.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Energy	dum_ener	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Energy, 0 altrimenti. Il settore energetico include tutte quelle imprese operanti nel settore petrolifero e del gas.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana

Nome	Abbreviazione in Stata	Descrizione	Caratteristiche	Fonte
Settore Utilities	dum_ut	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore Utilities, 0 altrimenti. Le imprese in corrispondenza delle quali la dummy restituirà valore 1 sono quelle che forniscono acqua, luce, gas, telefonia.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Settore Services	dum_services	Variabile che restituisce valore 1 se l'impresa opera nel settore dei servizi, 0 altrimenti. Fanno parte di questo settore tutte quelle imprese che svolgono attività complementari alle attività produttive, finanziarie e manifatturiere.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore Borsa Italiana
Dimensione	empl	Variabile descrittiva della dimensione dell'azienda in termini di numero di lavoratori.	Variabile che può assumere valori interi	Morningstar
Dati anno 2020	dum_year20	Variabile che restituisce valore 1 se l'osservazione si riferisce all'anno 2020, 0 altrimenti.	Variabile dicotomica	Il Sole 24 Ore

[Tabella 14: descrizione delle variabili utilizzate nell' analisi empirica 2]

Principali statistiche delle variabili

Variabile	Osservazioni	Media	Deviazione Standard	Min	Max
Sostenibilità Ambientale	244	2.081967	2.139536	0	5
Sostenibilità Sociale	244	3.561475	2.54513	0	7
Sostenibilità Governance	244	1.54918	1.333966	0	4
Sostenibilità dei prodotti	244	0.397541	0.6364722	0	2
Return on Equity	244	0.697336	58.42666	-798.65	74.29
Leva Finanziaria	244	3.540943	3.42128	0	30.13
Rapporto tra dividendo staccato ed utile dell'impresa	244	0.0138317	0.0383228	-0.0243902	0.3
Sostenibilità Aziendale	244	3.540943	3.42128	0	30.13
Settore Information Technology	244	0.1229508	0.3290557	0	1
Settore Industrials	244	0.147541	0.3553734	0	1
Settore Financials	244	0.1065574	0.3091839	0	1
Settore Consumer Discretionary	244	0.1967213	0.398337	0	1
Settore Consumer Staples	244	0.0491803	0.2166889	0	1
Settore Real Estate	244	0.0245902	0.1551908	0	1
Settore Materials	244	0.0655738	0.2480444	0	1
Settore Communication Services	244	0.0983607	0.2984138	0	1
Settore Health Care	244	0.057377	0.2330397	0	1
Settore Energy	244	0.0327869	0.1784444	0	1

Variabile	Osservazioni	Media	Deviazione Standard	Min	Max
Settore Utilities	244	0.065573 8	0.2480444	0	1
Settore Services	244	0.065573 8	0.2480444	0	1
Dimensione	244	1647.107	2416.831	2	1140 2
Dati anno 2020	244	0.5	0.5010278	0	1

[Tabella 15: principali statistiche delle variabili utilizzate nell'analisi empirica 2]

REGRESSIONI

Le regressioni che seguono si pongono l'obiettivo di cogliere delle relazioni statisticamente significative tra importanza attribuita dalle aziende alle varie aree di sostenibilità (ambiente, società, governance e prodotto) e variabili esplicative di performance aziendale ed appartenenza ad un determinato settore. Infatti, in maniera alternativa, si pongono come variabili dipendenti le variabili che mostrano il grado di impegno verso il sostenibile da parte delle aziende.

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Sostenibilità Ambientale	Sostenibilità Sociale	Sostenibilità e Governance	Sostenibilità Prodotto
Return On Equity	-0.000544 (-0.44)	0.00180 (1.30)	0.00240*** (4.19)	-0.000266 (-1.00)
Leva Finanziaria	0.00732 (0.26)	-0.0367 (-1.13)	0.0202 (0.80)	-0.0173* (-2.08)
Rapporto dividendo su utile	-5.746 (-1.89)	-10.01*** (-3.42)	-4.705** (-2.68)	-0.805 (-1.11)
dimensione	0.0000809 (1.20)	0.000221** (3.19)	0.000108* (2.60)	0.0000290 (1.52)
Settore Information Technology	-1.190 (-1.07)	-2.405*** (-3.41)	-1.733*** (-3.77)	0.123 (0.51)
Settore Industrials	-1.336 (-1.21)	-3.365*** (-4.75)	-1.846*** (-4.21)	-0.0200 (-0.09)
Settore Financials	-2.546* (-2.34)	-3.655*** (-5.33)	-2.190*** (-4.90)	-0.179 (-0.81)
Settore Consumer Discretionary	-1.051 (-0.96)	-2.617*** (-3.72)	-1.593*** (-3.59)	0.179 (0.77)
Settore Consumer Staples	-0.883 (-0.72)	-2.350** (-2.74)	-1.765*** (-3.38)	0.726* (2.18)
Settore Real	0	0	0	0

Estate	(.)	(.)	(.)	(.)
Settore Materials	-0.801 (-0.69)	-2.345** (-2.88)	-0.893 (-1.70)	0.196 (0.75)
Settore Communication Services	-2.563* (-2.31)	-2.163** (-2.85)	-1.546*** (-3.42)	-0.104 (-0.43)
Settore Health Care	-1.337 (-1.11)	-3.307*** (-4.37)	-2.201*** (-4.59)	-0.276 (-1.04)
Settore Energy	0.0741 (0.06)	-2.126* (-2.05)	-0.941 (-1.63)	-0.198 (-0.82)
Settore Utilities	-0.0790 (-0.06)	-2.020 (-1.53)	-0.663 (-0.86)	0.0443 (0.16)
Settore Services	-1.025 (-0.87)	-2.161** (-2.96)	-0.994 (-1.95)	-0.126 (-0.53)
Dati Anno 2020	1.338*** (5.36)	2.232*** (8.13)	0.876*** (5.94)	0.315*** (4.15)
Costante	2.647* (2.51)	4.995*** (8.14)	2.498*** (6.02)	0.227 (1.06)

N	244	244	244	244

[Tabella 16: risultati Regressioni condotte nell'analisi empirica 2]

1) **Ricerca di possibili relazioni tra il livello di interesse per l'ambiente, la performance, il settore di appartenenza e la dimensione aziendale.**

Variabile dipendente: Sostenibilità ambientale

Variabili indipendenti: Return on Equity, Leva finanziaria, Rapporto dividendo su utile, dimensione, , Settore Information Technology , Settore Industrials , Settore Financials , Settore Consumer Discretionary, Settore Consumer Staples , Settore Real Estate , Settore Materials , Settore Communication Services , Settore Health Care , Settore Energy , Settore Utilities , Settore Servizi, Dati Anno 2020.

Analisi dei risultati

Guardando i dati inerenti la bontà del modello, notiamo una F uguale a 6.01 ed un rispettivo p-value pari a 0.0000, valore inferiore alla soglia dello 0.05, ragion per cui possiamo affermare che il modello in esame è esplicativo della variabile dipendente.

Osservando i p-value delle variabili indipendenti, possiamo affermare che le seguenti variabili sono statisticamente significative: **Settore Financials, Settore Communication Services, Dati Anno 2020.**

Questi risultati ci suggeriscono che le aziende che hanno dato maggiormente importanza alle tematiche di sostenibilità ambientale, sono quelle appartenenti al settore finanziario ed al settore dei servizi di comunicazione. Inoltre, nel 2020 è stata prestata più attenzione alle tematiche di sostenibilità ambientale che nel 2019.

2) **Ricerca di possibili relazioni tra il livello di interesse per il sociale, la performance ,il settore di appartenenza e la dimensione aziendale.**

Variabile dipendente: Sostenibilità Sociale

Variabili indipendenti: Return on Equity, Leva finanziaria, Rapporto dividendo su utile, dimensione, , Settore Information Technology , Settore Industrials , Settore Financials , Settore Consumer Discretionary, Settore Consumer Staples , Settore Real Estate , Settore Materials , Settore Communication Services , Settore Health Care , Settore Energy , Settore Utilities , Settore Servizi, Dati Anno 2020.

Analisi dei risultati

I dati inerenti la bontà del modello mostrano una F uguale a 10.10 ed un rispettivo p-value pari a 0.0000, valore inferiore alla soglia dello 0.05, ragion per cui possiamo affermare che il modello in esame è esplicativo della variabile dipendente.

Osservando i p-value delle variabili indipendenti, possiamo affermare che le seguenti variabili sono statisticamente significative: **Rapporto dividendo su utile, dimensione, Settore Information Technology, Settore Industrials, Settore Financials, Settore Consumer Discretionary, Settore Consumer Staples, Settore Materials, Settore Communication Services, Settore Health Care, Settore Energy, Settore Servizi, Dati Anno 2020.**

È evidente come le aziende con un più alto rapporto dividendo su utile così come le aziende più grandi, in termini di numero di lavoratori, siano quelle che adottano maggiormente delle misure per promuovere tematiche di sostenibilità sociale. Allo stesso tempo ogni azienda, indipendentemente dal settore di appartenenza, attribuisce alle tematiche di sostenibilità sociale un ruolo fondamentale.

Anche in questo caso, nel 2020, si registra una maggiore attenzione alle tematiche socialmente sostenibili rispetto al 2019.

3) **Ricerca di possibili relazioni tra il livello di internalizzazione della sostenibilità nella governance aziendale, la performance, il settore di appartenenza e la dimensione aziendale.**

Variabile dipendente: Sostenibilità e governance

Variabili indipendenti: Return on Equity, Leva finanziaria, Rapporto dividendo su utile, dimensione, , Settore Information Technology, Settore Industrials, Settore Financials, Settore Consumer Discretionary, Settore Consumer Staples, Settore Real Estate, Settore Materials, Settore Communication Services, Settore Health Care, Settore Energy, Settore Utilities, Settore Servizi, Dati Anno 2020.

Analisi dei risultati

I dati inerenti la bontà del modello mostrano una F uguale a 8.16 ed un rispettivo p-value pari a 0.0000, valore inferiore alla soglia dello 0.05, ragion per cui possiamo affermare che il modello in esame è esplicativo della variabile dipendente.

Osservando i p-value delle variabili indipendenti, possiamo affermare che le seguenti variabili sono statisticamente significative: **Rapporto dividendo su utile, dimensione, Settore Information Technology, Settore Industrials, Settore Financials, Settore Consumer Discretionary, Settore Consumer Staples, Settore Communication Services, Settore Health Care, Dati Anno 2020.**

Questi risultati suggeriscono che le aziende con un livello più elevato di ROE così come le aziende che presentano un rapporto dividendo su utile maggiore, attribuiscono maggior importanza all'applicazione di tematiche inerenti la sostenibilità all'interno della governance aziendale. Analoghi risultati si registrano tra le aziende con un numero più elevato di lavoratori così come per tutte le imprese appartenenti a quasi tutti i settori ad eccezione del settore dell'energetico e delle utilities.

4) **Ricerca di possibili relazioni tra il livello di attenzione alla sostenibilità dei prodotti, la performance ,il settore di appartenenza e la dimensione aziendale.**

Variabile dipendente: Sostenibilità Prodotto

Variabili indipendenti: Return on Equity, Leva finanziaria, Rapporto dividendo su utile, dimensione, , Settore Information Technology , Settore Industrials , Settore Financials , Settore Consumer Discretionary, Settore Consumer Staples , Settore Real Estate , Settore Materials , Settore Communication Services , Settore Health Care , Settore Energy , Settore Utilities , Settore Servizi, Dati Anno 2020.

Analisi dei risultati.

Guardando i dati inerenti la bontà del modello, notiamo una F uguale a 4.15 ed un rispettivo p-value pari a 0.0000 , valore inferiore alla soglia dello 0.05 , ragion per cui possiamo affermare che il modello in esame è esplicativo della variabile dipendente.

Osservando i p-value delle variabili indipendenti, possiamo affermare che le seguenti variabili sono statisticamente significative: **Leva finanziaria, Settore Consumer Staples, Dati Anno 2020.**

I risultati ci suggeriscono che sia le aziende con un maggior rapporto di indebitamento che le aziende appartenenti settore Consumer Staples sono le aziende che prestano maggiore attenzione alla sostenibilità dei prodotti realizzati.

Come nei casi precedenti, anche in questo caso, nel 2020 si riscontra una maggior enfasi sulle tematiche di sostenibilità dei prodotti rispetto al 2019.

Commento dei risultati

Quest'ultima analisi ci mette dinanzi a delle importanti evidenze. Innanzitutto, ciò che emerge è che le aziende più sensibili alle tematiche di sostenibilità ambientale sono quelle attive nel settore finanziario e quelle produttrici di beni di prima necessità. Questo non è un dato positivo, in quanto ci si aspetterebbero altri tipi di evidenze che, mettano in luce un impegno maggiore delle imprese operanti in settori più intensivi e le cui attività impattano maggiormente sull'ambiente. Un impegno concreto a sostegno dell'ambiente da parte di imprese del settore finanziario o del settore della comunicazione non rappresenta un aspetto negativo ma, questo impegno dovrebbe essere affiancato da una maggiore attenzione alle tematiche di sostenibilità ambientale da parte di tutti i settori.

Seppure non molto attive per quanto concerne piani di efficientamento energetico e utilizzo di fonti di energia rinnovabile, le aziende con grandi comparti produttivi e, specialmente tutte le imprese che realizzano beni di prima necessità, come evidenziato, si stanno iniziando a muovere nella direzione del sostenibile prestando molta attenzione ai materiali utilizzati nel packaging dei prodotti, prediligendo l'utilizzo di un packaging ecosostenibile.

Per quanto riguarda invece le tematiche relative alla sostenibilità sociale, un dato importante è che, in linea con le aspettative, quasi la totalità delle imprese sostenga gli interessi sociali e più in particolare gli interessi dei propri lavoratori. Tuttavia, un impegno maggiore verso le tematiche di sostenibilità sociale è riscontrato in quelle aziende che contano un maggior numero di dipendenti.

Data l'importanza sempre crescente che i temi ESG stanno assumendo nel contesto economico contemporaneo, la maggior parte delle imprese si sta muovendo per internalizzare le tematiche di sostenibilità nella governance aziendale. In particolare, progressivamente sia le imprese più piccole che quelle di maggiori dimensioni, stanno iniziando a costituire dei comitati ad hoc per l'inserimento di tematiche sostenibili nelle strategie aziendali. In questo processo di internalizzazione della sostenibilità nella governance, però risultano essere indietro tutte le aziende operanti nei settori delle utilities, dell'energetico e dei servizi.

Un dato che lascia ben sperare è che, sulla base delle risposte date dalle aziende nei due anni, le tematiche ESG hanno assunto un ruolo più centrale dal 2019 al 2020.

Conclusioni dell'analisi empirica

L'analisi empirica appena descritta ci permette di comprendere il punto dello sviluppo delle tematiche ESG all'interno del contesto economico-finanziario italiano. I risultati che sono emersi appaiono in linea con risultati di simili analisi svolte in contesti economici più grandi come ad esempio quello statunitense.

Non si può affermare, basandosi su un'unanimità dei risultati, che le aziende che abbiano attribuito grande importanza alle tematiche di sostenibilità performino meglio o peggio rispetto ad analoghe aziende considerate non sostenibili.

Inoltre, leggendo i dati, bisogna tenere in considerazione che le informazioni relative alle performance economiche delle aziende nell'anno 2020, sono caratterizzati da un "rumore" di fondo che è rappresentato dalla pandemia da Covid-19 che potrebbe avere contribuito al far registrare dei risultati migliori per un gruppo di aziende anziché dell'altro.

La varietà delle evidenze a cui si giunge con la presente analisi è attribuibile al fatto che pur considerando gli stessi dati, questi siano stati trattati nelle due analisi in maniera differente. Infatti, in alcuni casi, alcune informazioni sono state introdotte nelle regressioni come variabili esplicative, mentre in altre come variabili dipendenti. Tuttavia, contestualmente al panorama economico-finanziario italiano, risulta essere più corretto porre le variabili di performance economica delle aziende come variabile esplicative mentre le variabili relative alla sostenibilità come variabili dipendenti. Affermiamo questo perché le tematiche ESG rappresentano un fenomeno che si sta sviluppando negli ultimi anni e, pertanto potrebbe essere solo parzialmente esplicativo della performance di un'azienda.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ci permette di comprendere come la sostenibilità rappresenti un obiettivo sempre più importante nelle imprese ed in particolare nelle quotate. Tuttavia, l'affermazione definitiva delle tematiche ESG passa anche attraverso una più chiara concezione del fenomeno nell'ambiente economico e finanziario. Risulta fondamentale, infatti, l'introduzione di una metodologia comune di valutazione delle imprese dal punto di vista della sostenibilità, in tal modo gli investitori avrebbero a disposizione un metro di giudizio omogeneo per la valutazione dei propri investimenti. L'introduzione di una comune metodologia di rating sarebbe utile non solo per gli investitori ma anche per tutti gli analisti che, di conseguenza, disporrebbero di strumenti adatti alla valutazione delle performance delle aziende più sensibili alle tematiche di sostenibilità.

Se da un lato si riscontra un vincolo allo sviluppo di queste tematiche, non si può dire altrettanto del ruolo degli stati che hanno mostrato un impegno crescente a favore dello sviluppo di un'economia sostenibile. Infatti, le normative, le regolamentazioni e le iniziative proposte sia a livello nazionale che a livello comunitario e mondiale, hanno creato un terreno fertile su cui le imprese potranno implementare le proprie strategie di sviluppo sostenibile.

Le analisi empiriche presentate, ci hanno permesso di comprendere gli importanti passi in avanti fatti dalle imprese sia a livello nazionale che a livello mondiale in merito alla sostenibilità ambientale e sociale. Infatti, le aziende si stanno impegnando a ridurre l'inquinamento connesso alle proprie attività produttive e, si stanno implementando, specie in ottica mondiale, delle linee di produzione sempre più green.

Allo stesso modo, nelle aziende i lavoratori assumono un ruolo centrale. Infatti, specie in contesti economici sviluppati quali quello europeo o statunitense è sempre più improbabile riscontrare delle realtà aziendali in cui non vengano rispettati i diritti dei lavoratori. Specie nei settori industriali, in cui è maggiore l'attività dei sindacati, si cerca di porre tutti i lavoratori sullo stesso piano, evitando ogni forma di disuguaglianza e, ne è dimostrazione la crescente tutela della maternità. Sebbene si cerchi a gran voce ogni forma di uguaglianza, la governance delle imprese risulta in ritardo con in media percentuali ridotte di donne in ruoli di management ed amministrazione.

I dati presentati mostrano una crescente sensibilità delle aziende verso tali tematiche, frutto del contesto sociale in cui viviamo. Infatti, si sta diffondendo sempre più una coscienza collettiva improntata sull'importanza di combattere sia i cambiamenti climatici che tutte le forme di disuguaglianza di natura sociale. Molto attive in queste "lotte" sono le nuove generazioni che, tramite l'utilizzo dei social network ma anche tramite le più tradizionali forme di manifestazione stanno mettendo in luce il loro punto di vista.

Quelle che ora rappresentano le nuove generazioni, in un futuro prossimo rappresenteranno la totalità dei clienti, dei lavoratori e degli utenti dell'economia; quindi, questo aspetto sta sollecitando sempre più le imprese ad imboccare la via del sostenibile.

Mentre oggi gli obiettivi di sostenibilità possono essere intesi come qualcosa che affiancano o che affiancheranno il principale obiettivo di massimizzazione dei profitti dell'impresa, questo scenario è pronto a cambiare piuttosto rapidamente. Infatti, con ogni probabilità i due obiettivi

diventeranno l'uno conseguenza dell'altro ed in particolare, la massimizzazione dei profitti di un'impresa passerà attraverso il grado di sostenibilità della stessa. Non ci deve sorprendere se, da qui a qualche anno imprese non altamente sostenibili vengano preferite ad aziende con grande enfasi su tali tematiche. Ci si aspetta quindi, di trovarci in un contesto economico- finanziario in cui se le aziende non si saranno uniformate ai temi di sostenibilità, potrebbero osservare delle difficoltà anche in termini di profitto.

Altrettanto probabile potrebbe essere l'intervento degli Stati che, spinti dalla pressione sociale, potrebbero introdurre delle normative e delle regolamentazioni più severe per le imprese al fine di indurle verso la sostenibilità. L'auspicio è quello di osservare delle aziende con grande attenzione all'ambiente e, allo stesso tempo, con una realtà aziendale caratterizzata, specie in alcuni Paesi tra cui l'Italia, con una maggior quota rosa ed una crescente tutela e rispetto dell'uguaglianza sociale.

Con uno scenario del genere quindi, nei prossimi anni sarà più semplice riscontrare delle differenze di performance tra imprese a diverso grado di sostenibilità con una conseguente uniformità nei risultati.

Bibliografia

Abi , Assogestioni , Forum per la Finanza Sostenibile , Anasf , Etica SGR ,Forum per la Finanza Sostenibile , Intesa Sanpaolo , Morningstar , (2021), *L'Unione Europea e la finanza sostenibile, Impatti e prospettive per il mercato italiano.*

Amundi Asset Management, (21 Gennaio 2021), *La Roadmap normative sulla finanza sostenibile.*

Barko T., Cremers M. , Renneboog L. , (Luglio 2021), *Shareholder Engagement on Environmental , Social and Governance Performance,* Journal of Business Ethics .

Berg F. , Koelbel J. , Rigobon R., (15 Agosto 2019), *Aggregate Confusion: the divergence of ESG Ratings..* , MIT Sloan School Working Paper 5822-19

Bilio M., Costola M. , Hristova I. , Latino C. , Pellizon L., (15 Giugno 2020), *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and Performance,* SAFE Working Paper No. 284

Cheng B. , Ioannous I. , Serafeim G. , (28 Novembre 2014) ,*Corporate Social Responsibility and access to finance,* Strategic Management Journal, 35 (1): 1-23

Commissione Europea, (6 Luglio 2021), “*La Commissione presenta una nuova strategia per rendere il sistema finanziario dell'UE più sostenibile e propone una nuova norma europea per le obbligazioni verdi*”.

Commissione Europea, (21 Aprile 2021), *Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo.*

Cornell B. , Damosaran A. , (20 Marzo 2020) , *Valuing ESG : Doing Good or Sounding Good?, NYU Stern School of Business .*

Dipartimento per la Pubblica Informazione Nazioni Unite, (Settembre 2015), *Trasformare il nostro mondo: Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile.*

Eccles R. , Ioannou I. , Serafeim G. , (1 Febbraio 2017) ,*The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Management Science, Volume 60, Issue 11, pp. 2835-2857 .

Eccles R. , Stroehle J. , (2 Dicembre 2020), *Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures*, Saïd Business School, University of Oxford.

El Ghouli S. , Guedhami O. , Kwok C. , Mishra D. , (29 Novembre 2014), *Does corporate social responsibility affect the cost of capital?*, Journal of Banking & Finance, Vol. 35, Issue 9, pp. 2388-2406.

Freiberg D. , Rogers J. , Serafeim G. , (23 Novembre 2020), *How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors* , Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 20-056.

Friede G. , Busch T. , Bassen A. , (15 Dicembre 2015), *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, Journal of Sustainable Finance & Investment, Volume 5, Issue 4, p. 210-233.

Gasperini A. , Artuso S., (2020) , *Financial analysis and ESG integration.* , Aiaf.

Gibson R. , Krueger P. , Schmidt P. , (23 Agosto 2021), *ESG rating disagreement and stock returns*, Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-67, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper No. 651/2020.

Giese G. , Lee L. , Melas D. , Nishikawa L. ,(2019), *How ESG Affects Equity Valuation, Risk and Performance*, The Journal of Portfolio Management.

Grewal J. , Hauptmann C. , Serafeim G. , (Gennaio 2020) ,*Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness*, Journal of Business Ethics .

Ioannous I., Serafeim G. , (1 Febbraio 2017), *The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations: Analysts' Perceptions and Shifting Institutional Logics*, Strategic Management Journal, Volume 36, Issue 7, pp. 1053-1081.

Kaiser L. , (7 Luglio 2020) *ESG Integration, Value, Growth and Momentum*, Journal of Asset Management, 21, 32-51.

Linciano N. , Cafiero E. , Ciavarella A. , Di Stefano G. , Levantini E. , Mollo G. , Nocella S. , Santamaria R. , Taverna M. , (1 Giugno 2021), *La Finanza per lo sviluppo sostenibile*, CONSOB.

ONU , (21 Ottobre 2015), *Tasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*.

Parlamento Europeo , Consiglio Europeo, (27 Novembre 2019), *Regolamento (UE) 2019/2089 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità* .

Parlamento Europeo, Consiglio Europeo , (27 Novembre 2019) ,*Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari*.

Commissione Europea , (8 Marzo 2018), *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*.

Porter M. , Serafeim G. , Kramer M. , (16 Ottobre 2019), *Where ESG Fails*, Institutional Investors.

Pwc, (30 Aprile 2019), *Finanza Sostenibile, L'evoluzione del quadro normativo europeo per favorire la transizione alla green economy e gli impatti per gli Intermediari Finanziari*.

Serafeim G. ,Yoon A. , (Ottobre 2020), *The Role of ESG Ratings and Disagreement*, Review of Accounting Studies.

UNEP, (2016), *The State of Sustainable Finance in the United States*.

Unione Europea, (27 Aprile 2020), *Gruppo Tecnico di Esperti dell'Unione Europea sulla Finanza Sostenibile*.

Zadeh A., Serafeim G., (6 Febbraio 2020), *"Why and How Investors use ESG information"*, Financial Analysts Journal, 2018, Volume 74 Issue 3, pp. 87-103.

Sitografia

Annunziata R., (21 settembre 2021), Finanza Sostenibile: ecco perché c'è chi grida alla bolla. We Wealth ,<https://www.we-wealth.com/news/investimenti/outlook-e-previsioni/finanza-sostenibile-ecco-perche-chi-grida-bolla>

Borsa Italiana, (2 novembre 2016), *Spazio alla sostenibilità nella Reportistica SEC*,
<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/news/message/csr-esg-sec-sostenibili-investimenti.htm>

Commissione Europea, (2019), *Un Green Deal europeo. Puntare a essere il primo continente ad impatto climatico zero*, https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it.

CONSOB, (Marzo 2018) , *Il Piano per la Finanza Sostenibile*,
<https://www.consob.it/web/area-pubblica/il-piano-di-azione-per-la-finanza-sostenibile>

Cucchiara F. , (17 ottobre 2018), *Dalle Nazioni Unite una nuova strategia per la finanza sostenibile*, **Asvis**, <https://asvis.it/goal9/home/425-3402/dalle-nazioni-unite-una-nuova-strategia-per-la-finanza-sostenibile>.

D'Angerio V. , (20 gennaio 2021), *Biden e finanza green, le prime mosse: dalla Sec alla stretta sugli inquinatori*, **Il Sole 24 Ore**,
<https://www.ilsole24ore.com/art/biden-e-finanza-green-prime-mosse-sec-stretta-inquinatori-ADDhDeEB>

ESG 360, (16 marzo 2021) ,*Accordo sul clima di Parigi: che cos'è, cosa chiede, come sta evolvendo*, <https://www.esg360.it/normative-e-compliance/accordo-sul-clima-di-parigi-che-cose-cosa-chiede-come-sta-evolvendo/>.

Global Compact Network Italia, *I Dieci iPrincipi*,
<https://www.globalcompactnetwork.org/it/il-global-compact-ita/i-dieci-principi/introduzione.html>

Il Sole 24 Ore, (2021) , *Osservatorio ESG*,
<https://www.ilsole24ore.com/sez/sostenibilita/osservatorio>

Italian Marketing Foundation, *Corporate Social Responsibility: 5 brand da cui prendere esempio*

<https://italianmarketing.org/corporate-social-responsibility-5-brand-da-cui-prendere-esempio/>

Katz D. , McIntosh L. , (28 maggio 2021), *SEC Regulation of ESG Disclosures*,

<https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/28/sec-regulation-of-esg-disclosures/>

ONU, *What is UN Environment Finance Initiative?*, <https://www.unep.org/explore-topics/green-economy/what-we-do/finance-initiative>

Principle for Responsible Investment, (9 novembre 2016), *“What are the Principles for Responsible Investment?”*, <https://www.unpri.org/pri/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

Scozzari C. , (23 settembre 2021), *La Bri: occhio alla “Bolla Verde” della ESG che vale ormai 35 mila miliardi di dollari. La Repubblica* , https://www.repubblica.it/green-and-blue/2021/09/23/news/esg_bolla_finanza_green-318767536/

Stubbs D., (26 settembre 2021) , *Gli investment ESG potrebbero essere una bolla? Noi pensiamo di no*, J.P. Morgan Private Bank.

<https://privatebank.jpmorgan.com/gl/it/insights/investing/think-esg-may-become-a-bubble-we-dont>