

# Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale



## Tesi di Laurea Magistrale

A.a. 2022/2023

Sessione di Laurea marzo 2023

# Sostenibilità nella finanza: analisi degli indicatori ESG e delle imprese nel settore dell'energia

**Relatrice:**

Prof.ssa Laura Rondi

**Candidato:**

Alessio Reitano

# Indice

Introduzione.....	7
1. Nascita ed evoluzione del concetto ESG .....	8
1.1 Ricerca in ambito ESG.....	9
1.1.1 Interazione tra parametri ESG e impatti nel mondo aziendale.....	10
1.2 Analisi della reportistica .....	17
1.3 Finanza sostenibile in Europa .....	18
1.3.1 Dall'Accordo di Parigi alla COP-26 di Glasgow.....	19
1.3.2 L'High-Level Expert Group on Sustainable Finance.....	20
1.3.3 Riorientare i flussi di capitale verso un'economia più sostenibile .....	20
1.3.4 Integrare la sostenibilità nella gestione del rischio.....	21
1.3.5 Promuovere la trasparenza e la lungimiranza.....	21
1.4 Norme europee ESG per gli istituti bancari.....	22
1.5 Greenwashing.....	25
2 Valutazione degli indicatori ESG e i relativi impatti sui portafogli di investimento .....	27
2.1 Nella letteratura .....	27
2.2 Nelle agenzie di rating .....	28
2.2.1 Principi su cui si basano le agenzie di rating.....	28
2.2.2 Limiti degli indicatori ESG.....	30
2.2.3 Le principali agenzie di rating.....	32
2.3 Le reazioni degli investitori alle nuove metodologie di valutazione dei fattori ESG .....	37
2.4 Divergenze negli indicatori ESG.....	41
2.4.1 Divergenze di misurazione.....	44
2.4.2 Divergenze sui pesi attribuiti .....	45
2.4.3 Analisi conclusiva sulle divergenze .....	45
2.5 L'andamento degli investimenti ESG negli ultimi anni.....	47
2.6 L'impatto e i rischi del cambiamento climatico sui portafogli di investimento .....	51
3 ESG nel settore energetico .....	54
3.1 Rating ESG nel settore energetico.....	55
3.2 L'impatto dei fattori ESG sugli investimenti in ambito energetico .....	59
3.3 I rischi ESG nelle imprese del settore energetico.....	60
4 Analisi empirica degli indicatori ESG nel settore energetico.....	63
4.1 Il campione .....	63
4.1.1 Shell PLC.....	64

4.1.2	BP PLC .....	66
4.1.3	Total Energies SE.....	68
4.1.4	Exxon Mobil Corp.....	70
4.1.5	Enel .....	72
4.1.6	Engie SA. ....	72
4.1.7	E.ON SE .....	73
4.1.8	EDF.....	74
4.1.9	Iberdrola .....	74
4.2	Dati e metodologie .....	76
4.2.1	Refinitiv.....	76
4.2.2	MSCI.....	80
4.3	Divergenze nella valutazione dei fattori ESG tra Refinitiv e MSCI.....	83
4.3.1	Shell PLC.....	83
4.3.1.1	L'analisi di Refinitiv .....	83
4.3.1.2	L'analisi di MSCI .....	84
4.3.1.3	Considerazioni .....	86
4.3.2	BP PLC .....	87
4.3.2.1	L'analisi di Refinitiv .....	87
4.3.2.2	L'analisi di MSCI .....	88
4.3.2.3	Considerazioni .....	90
4.3.3	Total Energies SE.....	90
4.3.3.1	L'analisi di Refinitiv .....	90
4.3.3.2	L'analisi di MSCI .....	91
4.3.3.3	Considerazioni .....	93
4.3.4	Exxon Mobil Corp.....	94
4.3.4.1	L'analisi di Refinitiv .....	94
4.3.4.2	L'analisi di MSCI .....	95
4.3.4.3	Considerazioni .....	96
4.3.5	Confronto orizzontale per il comparto del petrolio e del gas .....	98
4.3.6	Enel .....	100
4.3.6.1	L'analisi di Refinitiv .....	100
4.3.6.2	L'analisi di MSCI .....	101
4.3.6.3	Considerazioni .....	103
4.3.7	Engie SA. ....	104
4.3.7.1	L'analisi di Refinitiv .....	104
4.3.7.2	L'analisi di MSCI .....	105

4.3.7.3	Considerazioni .....	107
4.3.8	E.ON.SE .....	108
4.3.8.1	L'analisi di Refinitiv .....	108
4.3.8.2	L'analisi di MSCI .....	109
4.3.8.3	Considerazioni .....	110
4.3.9	EDF.....	111
4.3.9.1	L'analisi di Refinitiv .....	111
4.3.10	Iberdrola .....	113
4.3.10.1	L'analisi di Refinitiv .....	113
4.3.10.2	L'analisi di MSCI .....	114
4.3.10.3	Considerazioni .....	116
4.3.11	Confronto orizzontale per il comparto dell'elettrico e delle Utilities .....	117
	Conclusioni.....	121
	Bibliografia .....	123
	Sitografia .....	126
	Strumenti di ricerca utilizzati per la realizzazione del dataset .....	126
	Appendice A.....	127
	Appendice B .....	128

## Indice delle Figure

Figura 1. Relazione tra punteggio KLD e ROA. Fonte: Barnett e Solomon .....	13
Figura 2. Relazione tra punteggio KLD e reddito netto. Fonte: Barnett e Solomon.....	13
Figura 3. Progressi della ricerca nell'ambito ESG. Fonte: Ting-Ting Li et al.....	15
Figura 4. Conclusioni e prospetti futuri della ricerca in ambito ESG. Fonte: Ting-Ting Li et al. ....	16
Figura 5. Linea temporale relativa alla sostenibilità in Europa. Fonte: Commissione Europea .....	18
Figura 6. Principali regole per la divulgazione in UE. Fonte: Autorità bancaria europea.....	23
Figura 7. Classificazione delle tipologie di Greenwashing esistenti. Fonte: Freitas Netto et al.....	26
Figura 8. Popolarità della tematica ESG nel tempo. Fonte: Google Trends .....	50
Figura 9. Quota di fondi indicizzati che menzionano "ESG" all'interno della loro strategia di investimento. La quota è calcolata ponderata per il patrimonio del fondo. Fonte: Baker et al.....	50
Figura 10. Analisi sulla disponibilità di un investitore a pagare per investimenti ESG (nel caso in cui la preferenza possa cambiare di mese in mese). Fonte: Baker et al.....	51
Figura 11. Un pellicano bruno ricoperto di petrolio nei pressi di Grande-Terre Island, in Louisiana, il 4 giugno 2010. Foto di Win McNamee. Fonte: Getty Images .....	67
Figura 12. Punteggi ESG Refinitiv. Fonte: Refinitiv .....	78
Figura 13. Classificazione delle 186 metriche utilizzate da Refinitiv per le valutazioni ESG. Fonte: Refinitiv. ....	79
Figura 14. Metodologia utilizzata da Refinitiv per valutazione punteggi ESG. Fonte: Refinitiv .....	79
Figura 15. Allineamento con gli obiettivi di temperatura globale. Fonte: MSCI .....	83
Figura 16. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Shell PLC (FY2021). Fonte: Refinitiv.....	84
Figura 17. Valutazione ESG di Shell PLC negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI .....	85
Figura 18. Posizionamento di Shell all'interno del proprio settore. Fonte MSCI .....	86
Figura 19. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per BP PLC (FY2021). Fonte: Refinitiv .....	88
Figura 20. Valutazione ESG di BP PLC negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI .....	89
Figura 21. Posizionamento di BP PLC all'interno del proprio settore. Fonte MSCI.....	89
Figura 22. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per TotalEnergies (FY2021). Fonte: Refinitiv .....	91
Figura 23. Valutazione ESG di Total Energies SE negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI .....	92
Figura 24. Posizionamento di Total Energies SE all'interno del proprio settore. Fonte MSCI .....	93
Figura 25. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Exxon Mobil (FY2021). Fonte: Refinitiv .....	94
Figura 26. Valutazione ESG di Exxon Mobil Corp. negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI .....	95
Figura 27. Posizionamento di Exxon Mobil Corp. all'interno del proprio settore. Fonte MSCI .....	96
Figura 28. Posizionamento di Shell PLC nella classifica ESG per il settore del petrolio e del gas .....	98
Figura 29. Posizionamento di BP PLC nella classifica ESG per il settore del petrolio e del gas .....	99
Figura 30. Posizionamento di Total Energies nella classifica ESG per il settore del petrolio e del gas .....	99
Figura 31. Posizionamento di Exxon Mobil Corp. nella classifica ESG per il settore del petrolio e del gas ..	100

Figura 32. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Enel (FY2021). Fonte: Refinitiv .....	101
Figura 33. Valutazione ESG di Enel negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI .....	102
Figura 34. Posizionamento di Enel all'interno del proprio settore. Fonte MSCI .....	102
Figura 35. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Engie SA (FY2021). Fonte: Refinitiv .....	104
Figura 36. Valutazione ESG di Engie SA. negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI .....	105
Figura 37. Posizionamento di Engie SA. all'interno del proprio settore. Fonte MSCI .....	106
Figura 38. Valutazione degli indici di controversie ESG per Engie SA. Fonte: MSCI.....	107
Figura 39. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per E.ON.SE (FY2021). Fonte: Refinitiv .....	108
Figura 40. Valutazione ESG di E.ON SE negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI .....	109
Figura 41. Posizionamento di E.ON SE all'interno del proprio settore. Fonte MSCI .....	110
Figura 42. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per EDF (FY2021). Fonte: Refinitiv .....	112
Figura 43. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Iberdrola (FY2021). Fonte: Refinitiv .....	113
Figura 44. Valutazione ESG di Iberdrola negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI .....	114
Figura 45. Posizionamento di Iberdrola all'interno del proprio settore. Fonte MSCI .....	115
Figura 46. Posizionamento di Enel nella classifica ESG per il settore Electric Utilities & IPPs .....	117
Figura 47. Posizionamento di Iberdrola nella classifica ESG per il settore Electric Utilities & IPPs .....	118
Figura 48. Posizionamento di Engie SA. nella classifica ESG per il settore Multiline Utilities .....	119
Figura 49. Posizionamento di E.ON.SE nella classifica ESG per il settore Multiline Utilities .....	119
Figura 50. Posizionamento di EDF nella classifica ESG per il settore Multiline Utilities.....	120

## Indice delle Tabelle

Tabella 1. Fasce di punteggio utilizzate da Refinitiv. Fonte: Refinitiv .....	34
Tabella 2. Correlazioni tra rating ESG a livello di rating aggregato (ESG) e a livello di dimensione (E, S, G). Fonte: Berg et al. (2022) .....	42
Tabella 3. Contributi di Ambito, Misura e Ponderazione nella divergenza di rating ESG. Fonte: Berg et al. (2022).....	46
Tabella 4. Contributi medi di Ambito, Misura e Ponderazione nella divergenza di rating ESG. Fonte: Berg et al. (2022).....	46
Tabella 5. Scomposizione dei rating di credito degli emittenti a lungo termine di Moody's, Dominion Bond Rating Service e Fitch. Fonte: Chodnicka-Jaworska (2022) .....	56
Tabella 6. Descrizione delle misure ESG impiegate da Refinitiv. Fonte: Refinitiv .....	57
Tabella 7. Scala di valutazione dei rischi ESG. Fonte: Sustainalytics .....	61
Tabella 8. Fattori ESG rilevanti nel settore energetico. Fonte: Wanday e Ajour El Zein (2022) .....	62
Tabella 9. Indicatori di performance aziendale del campione analizzato al 31.12.21. Fonte: Refinitiv Eikon	75
Tabella 10. Scala utilizzata da MSCI per la valutazione dei parametri ESG di un'azienda. Fonte: MSCI .....	81
Tabella 11. Template per l'impostazione dei pesi delle questioni chiave. Fonte: MSCI .....	82

## Introduzione

Negli ultimi anni la sostenibilità sta rappresentando il concetto cardine su cui si basano e si baseranno le aziende di qualsivoglia campo. Con l'aumento della sensibilità al tema da parte di istituzioni, aziende e singoli individui, sono nate, specialmente nell'ultimo ventennio, una moltitudine di agenzie di rating con il proposito di valutare l'impegno e la trasparenza delle imprese nel realizzare strategie e progetti il più possibile improntati sulla sostenibilità.

In questo contesto nascono gli indicatori ESG, ovvero parametri basati e incentrati su tre dimensioni: ambientale, sociale e di governance. I fattori ESG sono ad oggi il principio su cui si basano gli investimenti sostenibili e responsabili (SRI, Sustainable and Responsible Investing).

L'obiettivo che si pone il presente elaborato è quello di andare ad esplorare la tematica della sostenibilità all'interno della finanza, prestando particolare attenzione agli indicatori ESG utilizzati dalle agenzie di rating, alle divergenze tra di essi e in generale nelle metodologie impiegate per la valutazione delle aziende sul tema in questione.

Inoltre, è stato dato maggiore rilievo all'analisi ESG nel settore energetico, tramite la realizzazione di un dataset e di uno studio empirico di esso, facendo riferimento ai dati ricavati da due delle principali agenzie di rating, Refinitiv e MSCI.

Per la suddetta analisi è stato preso in considerazione un campione di aziende appartenenti al settore energetico e per ognuna di esse sono stati esaminati i rating ESG nell'arco degli ultimi cinque anni. Infine, per ogni società del campione sono state messe a confronto le valutazioni di Refinitiv e MSCI, facendone emergere le divergenze.

Da qui le conclusioni: i fattori ESG sono ormai una discriminante chiave per le decisioni da parte di investitori e istituzioni finanziari sugli investimenti da compiere. Non esiste però ad oggi una guida standard sulle metodologie e i rating da associare ai fattori ESG per la valutazione delle imprese. Questo fa sì che una stessa società possa essere valutata in maniera diversa da più agenzie di rating provocando confusione e incertezza nelle scelte di finanziamento da parte degli investitori.

Affinché ciò non accada l'elaborato propone come possibile soluzione la standardizzazione e la creazione di norme che possano regolare le agenzie di rating nell'utilizzo di indicatori e metodologie di valutazione meno divergenti. Ciò porterebbe ad una maggiore chiarezza nel mondo della finanza sostenibile, limitando le incertezze e i dubbi degli investitori.

## 1. Nascita ed evoluzione del concetto ESG

Il concetto di investimenti socialmente responsabili (SRI, Social Responsible Investment) comincia a farsi strada nel mondo della finanza già dai primi anni del secolo scorso, ma acquista realmente rilevanza con le crisi di fine anni Novanta e inizi anni Duemila. Dalla crisi del petrolio all'inesorabile cambiamento climatico, dalle pessime condizioni lavorative nei Paesi in via di sviluppo all'emblematica crisi del 2008, fino a giungere alle più recenti crisi causate dalla pandemia mondiale e dalla guerra in territorio ucraino.

Il termine si è evoluto negli anni ed oggi si identifica maggiormente con l'acronimo ESG (Environmental, Social, Governance). Coniato nel 2004 per mezzo del report "Who Cares Wins" (UN, 2004), si utilizza in ambito economico/finanziario per indicare tutte quelle attività legate all'investimento responsabile (IR) che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finanziaria, ma che tengono maggiormente in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di governance.

Seppur sia vero che l'aspetto finanziario era e continua ad essere il principale obiettivo che ogni impresa si pone, è ormai riduttivo focalizzare l'attenzione solo su tale aspetto e l'ambito ESG, anche grazie alle nuove generazioni, più sensibili ai temi ambientali e sociali, sta crescendo in maniera esponenziale, tanto da aver conquistato anche l'interesse di investitori istituzionali e consulenti finanziari.

Tornando alla definizione del concetto ESG:

- L'area "Environment" riguarda l'impatto che l'esercizio di una società ha sull'ambiente e sul territorio in cui essa è locata.
- L'area "Social" si riferisce a tutte le iniziative che riguardano l'impatto sociale
- L'area "Governance" è relativa agli aspetti intrinseci dell'azienda

Di seguito gli aspetti su cui porre maggiore attenzione per ognuna delle tre aree sopra citate.

Fattori ambientali

- Cambiamento climatico e relativi rischi
- Necessità di ridurre sprechi

- Crescita della sensibilità nel tema da parte della società e conseguente pressione sulle imprese per una migliore trasparenza e gestione
- Crescita esponenziale nei mercati a favore di servizi per l'ambiente e prodotti eco-friendly

#### Fattori sociali

- Sicurezza nel posto del lavoro
- Incentivazione dei rapporti sociali
- Parità di genere
- Rispetto dei diritti umani
- Rispetto nel rapporto fra contraenti
- Crescita della sensibilità nel tema del sociale e dell'inclusività

#### Fattori di governance

- Trasparenza nella gestione e nei bilanci delle imprese
- Presenza di audit interno ed esterno
- Gestione della retribuzione
- Etica anti-corrruzione

### 1.1 Ricerca in ambito ESG

La rilevanza del tema ESG e la sua correlazione con la profittabilità e le performance finanziarie delle imprese sono da tempo motivo di grande interesse anche per la letteratura. La stragrande maggioranza degli studi mostra come gli investimenti socialmente responsabili abbiano un impatto positivo non solo nella reputazione dell'azienda, ma anche per il perseguimento degli obiettivi finanziari.

Ting-Ting Li et al. nel loro paper pubblicato nel 2021 sulla rivista Sustainability<sup>1</sup> osservano come la base teorica della ricerca ESG si concentri principalmente sulla teoria istituzionale e sulla teoria degli stakeholder.

---

<sup>1</sup> Sustainability è una rivista internazionale, interdisciplinare, accademica e ad accesso aperto sulla sostenibilità ambientale, culturale, economica e sociale degli esseri umani. Fornisce un forum avanzato per gli studi relativi alla sostenibilità e allo sviluppo sostenibile ed è pubblicato semestralmente online da MDPI (Multidisciplinary Digital Publishing Institute), uno tra i più importanti editori di riviste scientifiche ad accesso aperto.

In termini di teoria istituzionale: Chatterji e Toffel (2010) hanno spiegato l'impatto dei rating ESG sul miglioramento delle prestazioni ambientali, Jayachandran et al. (2013) hanno dimostrato l'impatto della performance sociale sulla performance aziendale, Koh et al. (2014) hanno studiato il ruolo degli indicatori ESG per quanto riguarda la prevenzione dei rischi, Flammer et al. (2019) hanno, infine, incentrato la loro ricerca sull'effetto vincolante dei contratti di responsabilità sociale sui dirigenti. In generale, la ricerca ESG basata sulla teoria istituzionale discute il comportamento di legittimità delle imprese nello sviluppo sostenibile di un'azienda.

In termini di teoria degli stakeholder: Kölbel et al. (2017) hanno studiato la relazione tra irresponsabilità sociale delle imprese e rischio finanziario, Surroca et al. (2010) hanno studiato la relazione tra le responsabilità aziendali e la performance finanziaria, Muller e Kräussl (2011) hanno studiato la relazione tra donazioni di beneficenza aziendali e ritorno sull'investimento, Flammer e Kacperczyk (2019) hanno esplorato l'impatto della pratica ESG sulla gestione dei dipendenti. In generale, la ricerca ESG basata sulla teoria degli stakeholder suggerisce che le imprese che rispondono meglio ai requisiti ESG avranno prestazioni migliori rispetto alle imprese non curanti di tale aspetto.

### **1.1.1 Interazione tra parametri ESG e impatti nel mondo aziendale**

Nella letteratura esiste un numero considerevole di studi interessati all'interazione tra i fattori E, S e G. Di seguito una breve panoramica basata sulle analisi svolte da Ting-Ting Li et al. (2021).

Spesso la ricerca si è soffermata sulla correlazione tra la combinazione dei parametri ESG, specialmente di stampo ambientale e sociale, e la parte corporate e strettamente finanziaria di un'impresa.

Flammer et al. (2019) si sono occupati dell'efficacia e delle implicazioni che l'integrazione delle prestazioni ambientali e sociali hanno sulla retribuzione dei manager.

Davidson et al. (2019) hanno scoperto come le imprese guidate da amministratori delegati inclini alla CSR (Corporate Social Responsibility) abbiano buone prestazioni nella responsabilità sociale, e ciò è positivamente correlato con l'andamento del prezzo delle azioni.

Cheng et al. (2014) hanno sottolineato, invece, come una eccellente performance nelle strategie di responsabilità sociale d'impresa permetta di beneficiare di migliori canali di finanziamento. In

particolare, un comportamento favorevole alla sostenibilità riduce i costi di agenzia, mentre la maggiore trasparenza riduce l'asimmetria informativa. Risultando dunque la performance della responsabilità sociale correlata negativamente con il vincolo di capitale, l'effetto che ne segue è un miglioramento dei canali di finanziamento.

Köbel et al. (2017) si sono soffermati sulla correlazione tra irresponsabilità sociale delle imprese e rischi finanziari. La loro analisi ha mostrato come una copertura mediatica negativa sulle questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) aumenti i rischi di credito, e finanziari in generale, delle imprese.

Vi sono poi studi che si sono soffermati sull'impatto che hanno l'area Environmental e l'area Social se studiati separatamente.

Partendo dall'area Environmental, secondo Jayachandran et al. (2013) gli investimenti a favore della sostenibilità ambientale hanno un impatto positivo sulle performance aziendali, anche se le condizioni di screening ambientale riducono la performance finanziaria aziendale.

Matsumura et al. (2014) hanno invece studiato l'impatto delle emissioni di carbonio, e della divulgazione di notizie a riguardo, sul valore corporate di un'impresa. Il risultato è che le emissioni di carbonio sono inversamente proporzionali al valore aziendale e che le decisioni prese a livello manageriale, in tale ambito, influenzano in maniera direttamente proporzionale il valore dell'azienda.

Per quanto riguarda invece l'area Social, è stato dimostrato come le attività filantropiche abbiano un effetto positivo nel "capitale morale<sup>2</sup>" degli stakeholders (Godfrey, 2005) e, di conseguenza, nella ricchezza degli azionisti.

Wang e Qiang (2011) sono giunti, inoltre, alla conclusione che la filantropia aziendale ha un impatto positivo sulle performance finanziarie poiché aiuta le imprese ad acquisire legittimità sociopolitica. Ciò fa sì che l'impresa riceva risposte positive dagli stakeholder e ottenga opportunità politiche. Tale relazione tra filantropia e performance finanziarie diviene più forte in imprese di alto profilo pubblico. Da non sottovalutare comunque le attività filantropiche anche nell'ambito delle imprese private e senza connessioni politiche, poiché, proprio grazie a tali

---

<sup>2</sup> Per capitale morale si intende la moralità come fattore di produzione. "La morale, con la funzione di promuovere il progresso dell'uomo e relazioni interpersonali armoniose, può aiutare le imprese a realizzare una produzione razionale e creare maggiori profitti" (Wang, 2009)

attività, le imprese spesso hanno la possibilità di aumentare la propria reputazione e ottenere l'accesso a nuove risorse.

I fattori ESG però non hanno solo impatti positivi sulle imprese. Nel corso degli anni sono state infatti effettuate ricerche che hanno portato alla luce anche delle correlazioni negative tra fattori ESG e performance aziendali.

Gli studi condotti da Manchiraju and Rajgopal (2017), ad esempio, hanno mostrato la presenza di una correlazione negativa tra la responsabilità sociale di un'impresa e il valore degli azionisti.

Analogamente, le ricerche effettuate da Chen et al. (2018), mostrano come la divulgazione obbligatoria della responsabilità sociale risulti costosa, il che genera esternalità positive a scapito degli interessi degli azionisti.

Nel corso degli anni sono stati condotti inoltre studi che hanno portato alla luce relazioni tra sviluppo sostenibile e performance finanziaria che non sono strettamente positive o negative, bensì non lineari. Lo studio condotto da Barnett e Salomon (2006), che ha analizzato la relazione tra performance sociale e performance finanziaria sulla base delle dimensioni ambientale (E) e sociale (S), ha rilevato che all'aumentare degli investimenti socialmente responsabili i ritorni finanziari di un'impresa inizialmente diminuiscono, ma ad un certo punto tornano a crescere. Ciò che risulta dunque dalla ricerca di Barnett e Solomon, terminata nel 2012, è che la relazione tra performance sociale e performance finanziaria aziendale è a forma di U. Per giungere a tali conclusioni gli autori si sono avvalsi dei dati ricavati dall'agenzia di rating KLD.

Le Figure 1 e 2 rappresentano graficamente la relazione non monotona e curvilinea tra performance sociale e finanziaria.

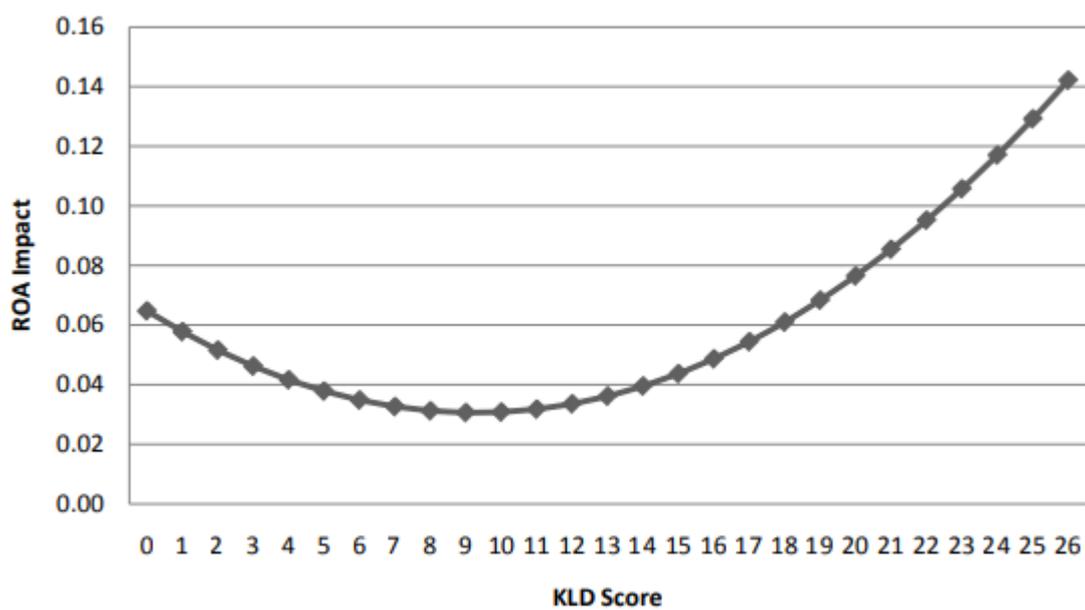


Figura 1. Relazione tra punteggio KLD e ROA. Fonte: Barnett e Solomon

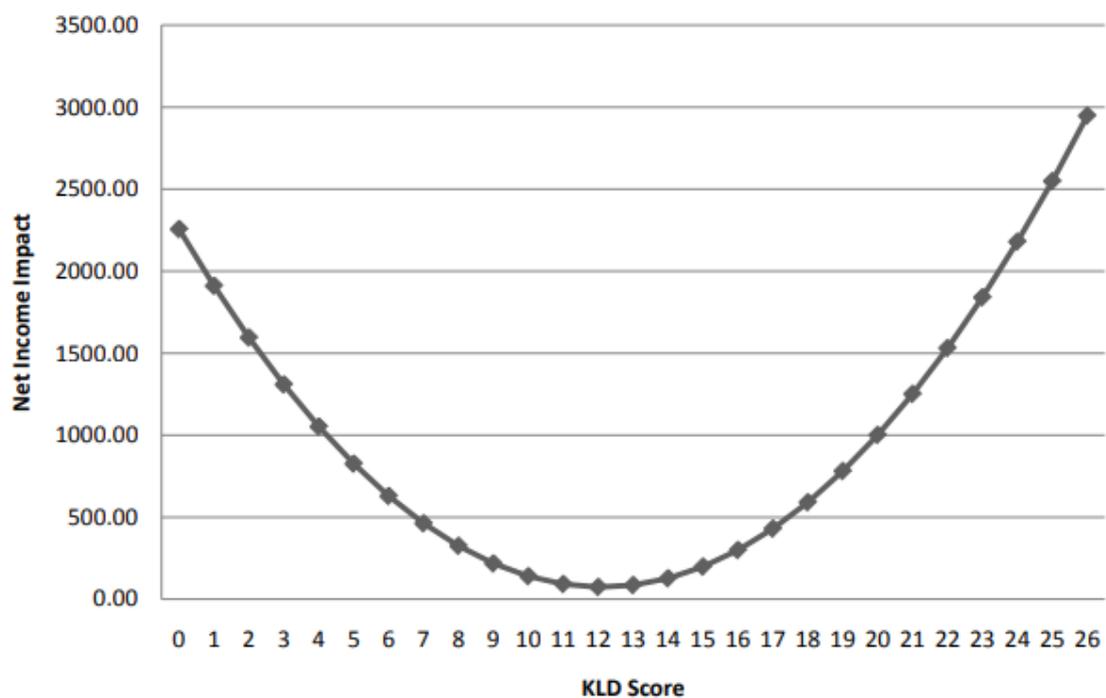


Figura 2. Relazione tra punteggio KLD e reddito netto. Fonte: Barnett e Solomon

Vi sono infine studi che hanno rilevato l'esistenza di relazioni non dirette, bensì indirette tra la responsabilità sociale di un'impresa e la sua performance finanziaria. Surroca et al. (2010), ad esempio, hanno indicato fattori di mediazione, come l'innovazione, il capitale umano, la reputazione e la cultura, come necessari per la formazione della suddetta relazione indiretta tra SRI e performance aziendali.

In questo paragrafo dedicato alla ricerca e alla letteratura in ambito ESG è stato trattato il tema della sostenibilità finanziaria, degli investimenti socialmente responsabili e degli impatti che tale tipologia di investimento ha nei confronti delle performance finanziarie e non di un'impresa.

Le conclusioni che emergono sono le seguenti:

- La base teorica è centralizzata e diversificata
- La ricerca ESG è specifica, essa si concentra infatti sull'interazione tra le dimensioni ambientale (E), sociale (S) e governance (G)
- Le conseguenze economiche sono un argomento principale nella ricerca ESG
- La misurazione degli indicatori ESG ha dei limiti ( nei successivi paragrafi tale tema sarà maggiormente approfondito )

Nonostante vi sia una buona base di letteratura, il tema ESG continua comunque ad essere oggetto di numerosi studi volti a chiarire i numerosi dubbi manifestati dagli investitori e approfondire i concetti chiave della sostenibilità finanziaria.

Di seguito due schemi: il primo ( Figura 3. ) raffigurante i progressi raggiunti dalla ricerca nel tema ESG, il secondo ( Figura 4. ) i prospetti per il futuro. Entrambi gli schemi fanno riferimento al paper: "ESG: Research Progress and Future Prospects" ( Ting-Ting Li et al. , 2021 ).

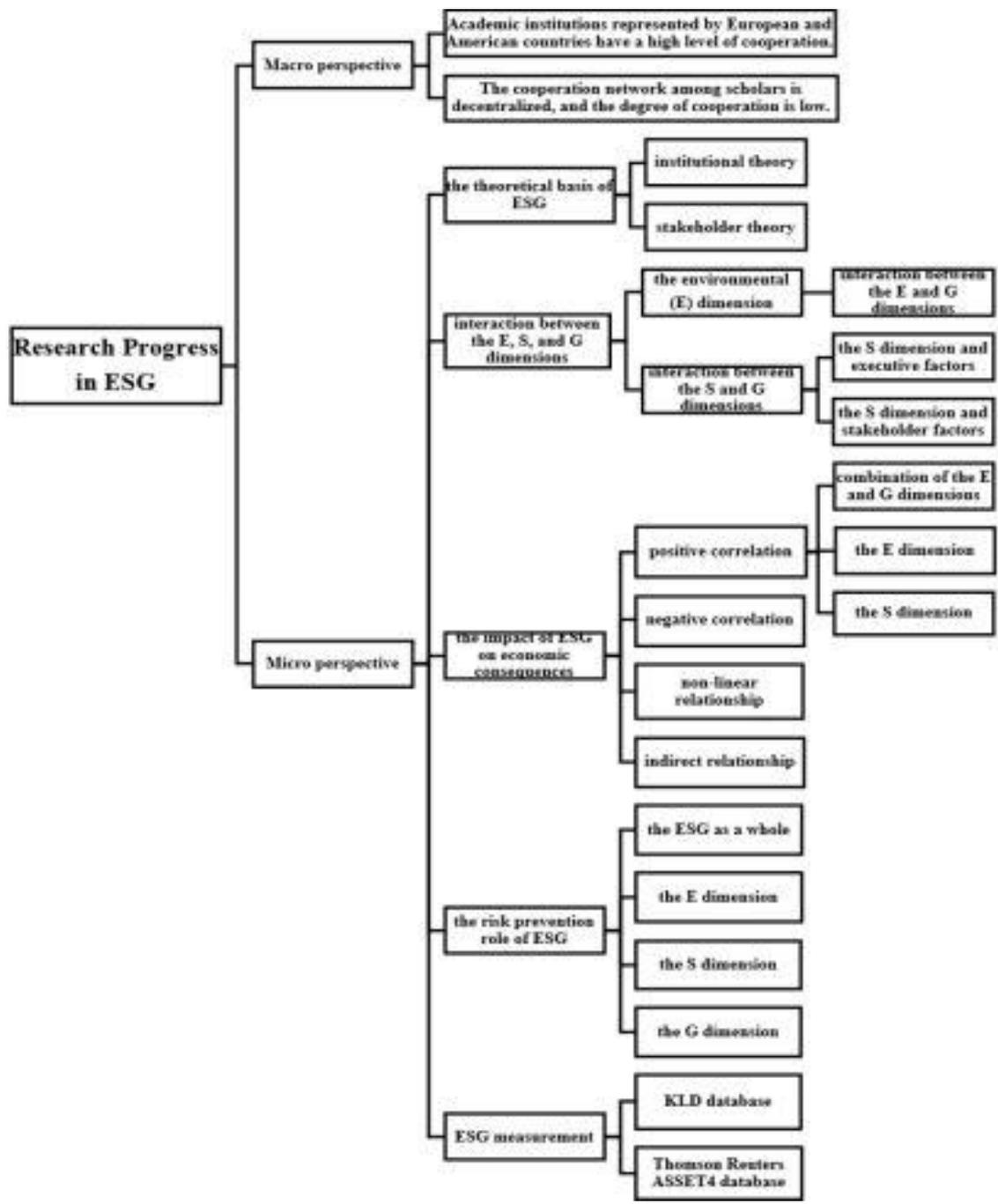


Figura 3. Progressi della ricerca nell'ambito ESG. Fonte: Ting-Ting Li et al.

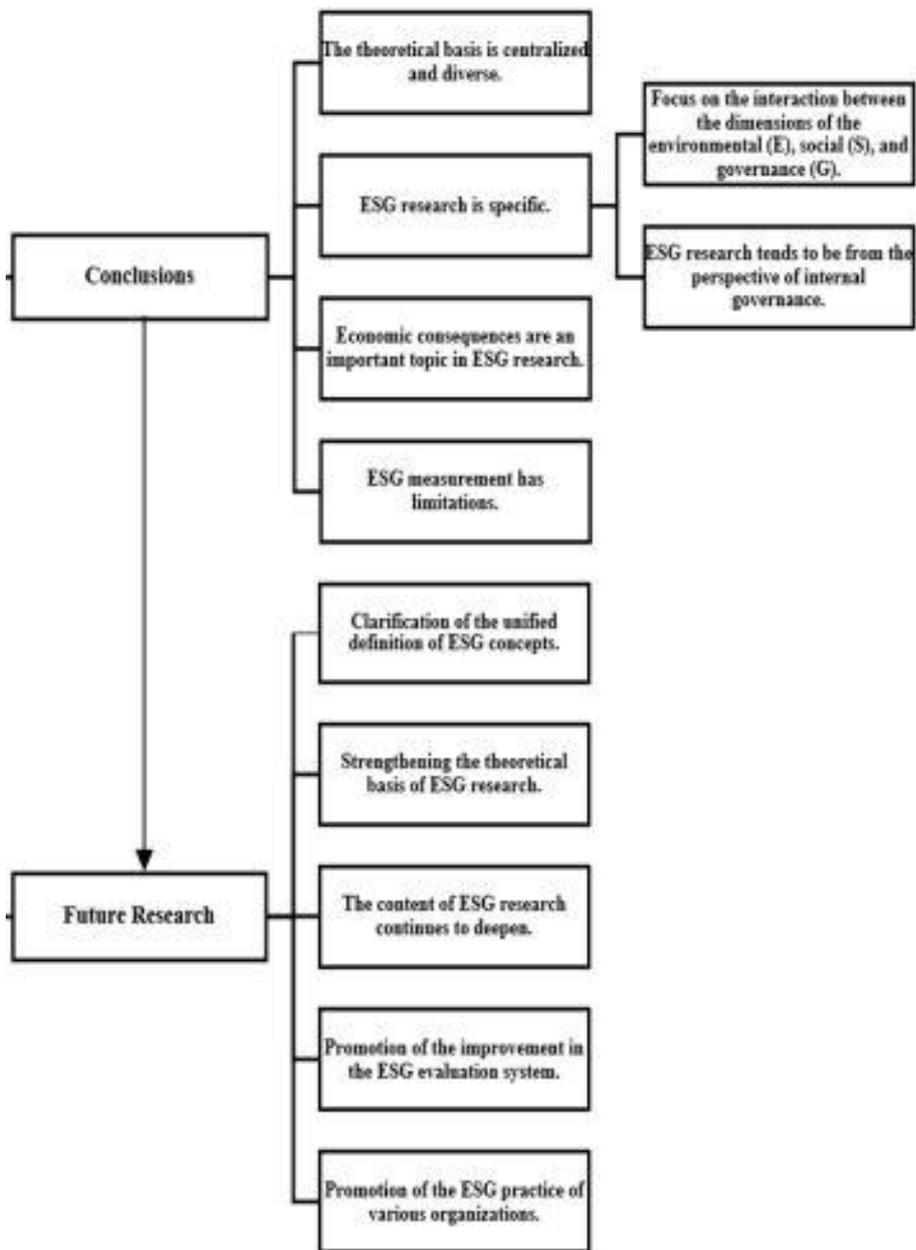


Figura 4. Conclusioni e prospettive future della ricerca in ambito ESG. Fonte: Ting-Ting Li et al.

## 1.2 Analisi della reportistica

Il tema ESG è in rapida evoluzione ed essendo un argomento ancora abbastanza nuovo e poco saturo di dati e informazioni, non sorprende che molti investitori vadano spesso in confusione quando si parla di investimenti sostenibili. Il motivo di ciò è la mancanza di una documentazione standardizzata per l'argomento ESG e la mancanza di evidenze economiche direttamente imputabili alla natura sostenibile degli investimenti.

Proprio per tale motivo sono nate nel tempo delle organizzazioni il cui scopo è quello di fornire una documentazione il più possibile standardizzata al fine di rendere più comprensibile, ad investitori e non solo, il tema della sostenibilità finanziaria.

Le sei organizzazioni di reportistica ESG più conosciute sono: Global Reporting Initiative (GRI), Carbon Disclosure Project (CDP), Climate Disclosure Standards Board (CDSB), International Integrated Reporting Council (IIRC), Sustainability Accounting Standards Board (SASB), Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD).

Il loro compito è dunque quello di fornire a investitori e istituzioni finanziarie documentazioni a proposito di rischi climatici, sostenibilità finanziaria, metodi di comunicazione per la gestione sociale in ambito aziendale, informandoli così riguardo le opportunità relative agli investimenti ESG.

Nonostante tali passi avanti, però, non esistono ancora degli standard globalmente accettati e perciò non è ancora possibile esprimere un giudizio univoco riguardo la sostenibilità aziendale. Vi sono, infatti, differenze negli indicatori utilizzati per misurare la sensibilità delle imprese al tema ESG, nelle metodologie impiegate e nei pesi dati ai vari criteri di valutazione. Inoltre, affinché una valutazione venga fatta in maniera coerente, è necessario che essa tenga conto dei settori di cui le imprese fanno parte. È ovvio, infatti, che l'ambito ambientale abbia un peso molto più critico per una società che si occupa di estrazioni petrolifere, a differenza, ad esempio, di una banca per la quale risulta assai più rilevante il tema della governance.

Oltre alle organizzazioni di reportistica sopra citate, anche la Commissione Europea si è sforzata di trovare una risposta a tutti quei dubbi che gravitano attorno al mondo della sostenibilità finanziaria.

A questo proposito è stato lanciato nel 2018 il "Piano di Azione dell'Unione Europea per la Finanza Sostenibile", costituito da una serie di regolamenti interconnessi realizzati allo scopo di incoraggiare gli investimenti sostenibili. Entrato in vigore nel marzo del 2021, questo regolamento

europeo (Sustainable Finance Disclosure Regulation o SFDR) rappresenta un passo importante per l'ampliamento e la standardizzazione delle informazioni relative ai processi di investimento ESG e più in generale per l'indirizzamento dei capitali verso un'economia sostenibile.

### 1.3 Finanza sostenibile in Europa

Nel presente paragrafo sarà trattato il tema della sostenibilità finanziaria in Europa ripercorrendo gli eventi principali che stanno portando alla regolamentazione, processo ancora in corso d'opera, dell'integrazione dei parametri ESG nel mercato finanziario.

A partire dalla sottoscrizione dell'Agenda 2030, effettuata nel settembre del 2015, l'Unione Europea ha avviato un percorso di inclusione delle tematiche sostenibili nel mondo finanziario, firmando successivamente nel dicembre dello stesso anno l'Accordo di Parigi. Con tale trattato, l'Unione Europea si impegna nella transizione verso modelli di crescita includenti tematiche ambientali. Ciò porta nel marzo del 2018 al lancio del "Piano d'Azione", il cui scopo è quello di finanziare una crescita sostenibile, incrementando gli investimenti in progetti sostenibili e promuovendo l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nella gestione dei rischi da parte degli operatori finanziari.



Figura 5. Linea temporale relativa alla sostenibilità in Europa. Fonte: Commissione Europea

### 1.3.1 Dall'Accordo di Parigi alla COP-26 di Glasgow

L'Accordo di Parigi è il risultato della ventunesima Conferenza delle Parti<sup>3</sup> (COP-21), tenuta a Parigi nel 2015. Sulla base dell'esigenza di una risposta efficace e progressiva all'urgente minaccia dei cambiamenti climatici, tutti i Paesi che aderivano all'UNFCCC decisero di collaborare per mantenere il riscaldamento globale al di sotto di 2 °C rispetto ai livelli preindustriali, e puntando a limitarlo a 1,5 °, riconoscendo che ciò avrebbe potuto ridurre in modo significativo i rischi e gli effetti dei cambiamenti climatici. Ogni Paese si impegnò perciò a creare un piano nazionale al fine di ridurre le emissioni di gas serra. Questi piani vengono definiti Nationally Determined Contributions (in sigla Ndc) o "contributo determinato a livello nazionale" e vengono aggiornati ogni cinque anni. L'Accordo sancisce inoltre che gli Stati più sviluppati rendano disponibili risorse finanziarie per assistere i Paesi in via di sviluppo, sia per la mitigazione che per l'adattamento delle norme sancite dalle Cop.

L'Accordo di Parigi è entrato in vigore il 4 novembre 2016, data entro la quale ogni Paese aderente al patto ha depositato i propri strumenti di ratifica, accettazione, approvazione o partecipazione all'Accordo stesso. Se però da una parte ci sono membri della UNFCC (Unione Europea e Stati Uniti) che mostrano la volontà di proseguire lungo la strada della decarbonizzazione, da perseguire in tempi relativamente brevi, dall'altra ce ne sono altri che invece presentano piani di riduzione delle emissioni a dir poco irrisori e che non stanno facendo abbastanza per ridurre la deforestazione (Brasile) e l'utilizzo di combustibili fossili (Russia, India, Australia).

Come detto in precedenza, i piani NDC vengono aggiornati ogni cinque anni, la prima revisione relativa all'impegno dei Paesi si sarebbe perciò dovuta attuare nel 2020. A causa della pandemia essa è stata però posticipata al 2021, con sede a Glasgow.

La Cop26 di Glasgow aveva perciò il compito di proseguire con i passi avanti fatti con l'Accordo di Parigi. Il bollettino finale della ventiseiesima edizione dell' UNFCCC si è rivelato in realtà un mix di

---

<sup>3</sup> Cop è l'acronimo di "Conference of Parties", ossia "Conferenza delle Parti".

Si tratta della riunione annuale dei Paesi che hanno ratificato la UNFCCC (United Nations Framework Convention on Climate Change).

La Convenzione è un trattato internazionale in materia ambientale che fu firmato per la prima volta durante il Summit della Terra tenutosi a Rio de Janeiro nel giugno del 1992. Già ai tempi i Paesi delle Nazioni Unite cominciarono ad interessarsi della necessità di ridurre drasticamente le emissioni dei gas serra per frenare il riscaldamento globale. Il trattato non poneva però dei limiti concreti e dunque giuridicamente vincolanti, prevedeva invece la stipula di protocolli che avrebbero fissato degli obiettivi precisi: il più importante di questi è il celebre protocollo di Kyoto, adottato al termine della Cop3 del 1997.

Il vero successo delle Cop si presenta nel 2015 con la Cop21 di Parigi, il processo sulla salvaguardia del clima conta però anche dei fallimenti, questo il caso ad esempio della Cop15, svoltasi a Copenaghen nel 2009.

delusioni e piccoli passi avanti. La causa maggiore del poco successo della Cop26 risiede nella modifica all'ultimo istante da parte di Cina e India dell'accordo sulla decarbonizzazione. Le Parti si sono, infatti, limitate a concordare una riduzione dell'utilizzo del carbone, anziché la totale eliminazione. La ventiseiesima Conferenza delle Parti ha istituito inoltre un nuovo International Sustainability Standards Board allo scopo di sviluppare una linea di base globale per gli standard di divulgazione climatica ed ESG.

### **1.3.2 L'High-Level Expert Group on Sustainable Finance**

Nel dicembre del 2016 la commissione Europea ha costituito l'HLEG, l'High-Level Expert Group on Sustainable Finance, ovvero un pool di esperti con il compito di elaborare norme per lo sviluppo di una finanza sostenibile. La versione finale del trattato comprendente queste raccomandazioni, il report «Financing a sustainable European Economy», è stato pubblicato nel gennaio del 2018.

In esso sono individuati i punti fondamentali necessari per lo sviluppo del sistema finanziario europeo. Gli imperativi riguardano il contributo della finanza ad una crescita sostenibile ed inclusiva e l'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni di investimento.

Sulla base di tali principi la Commissione Europea ha rilasciato nel marzo del 2018 il Piano d'Azione per il finanziamento della crescita sostenibile ("Action Plan Financing Sustainable Growth"). Gli obiettivi principali del Piano sono 3:

- riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, al fine di conseguire una crescita sostenibile e inclusiva
- gestire i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, dal degrado ambientale e dalle questioni sociali
- favorire la trasparenza e la lungimiranza nell'attività economica e finanziaria

### **1.3.3 Riorientare i flussi di capitale verso un'economia più sostenibile**

Il primo punto del Piano d'Azione prevede l'erogazione di 180 miliardi di euro al fine di raggiungere gli obiettivi identificati nell'Agenda 2030.

La mancanza di chiarezza tra gli investitori in merito a ciò che costituisce un investimento sostenibile è un fattore che contribuisce alla carenza di investimenti annui necessari per il soddisfacimento degli obiettivi dell'Agenda e risulta essere un ostacolo al finanziamento

dell'infrastruttura sociale necessaria per affrontare i problemi di disuguaglianza e inclusività. Trasformare l'economia europea in un sistema più verde, più resiliente e circolare non solo ridurrebbe l'impronta ambientale sul pianeta e affronterebbe le disuguaglianze esistenti, ma migliorerebbe anche l'efficienza dei processi produttivi, riducendo così i costi di accesso e gestione delle risorse.

#### **1.3.4 Integrare la sostenibilità nella gestione del rischio**

Il secondo punto del Piano d'Azione per il finanziamento della crescita sostenibile si concentra sugli impatti finanziari derivanti dai rischi ambientali e sociali.

Attualmente i rischi ambientali e climatici non sono sempre adeguatamente presi in considerazione dal settore finanziario. L'aumento dei disastri naturali legati alle condizioni meteorologiche impone alle compagnie assicurative dei costi più elevati e in futuro anche le banche saranno esposte a maggiori perdite causate dalla minore redditività delle aziende più esposte ai cambiamenti climatici o fortemente dipendenti dalla diminuzione delle risorse naturali.

I fattori sociali, come le cattive condizioni di lavoro e le crescenti disuguaglianze, possono avere conseguenze concrete per gli istituti finanziari. Le aziende che, ad esempio, non aderiscono agli standard internazionali del lavoro subiranno danni legali e di conseguenza anche reputazionali che possono in definitiva portare a perdite finanziarie.

#### **1.3.5 Promuovere la trasparenza e la lungimiranza**

Il terzo ed ultimo punto del Piano d'Azione pone lo sguardo alla trasparenza delle attività dei partecipanti al mercato, essenziale per il buon funzionamento del sistema finanziario.

La trasparenza aziendale sui temi della sostenibilità è un prerequisito per consentire agli attori dei mercati finanziari di valutare adeguatamente la creazione di valore a lungo termine delle imprese e la loro gestione dei rischi per la sostenibilità. Nel caso in cui i rischi non risultino completamente trasparenti i report aziendali si mostrano di conseguenza inefficaci e inconsistenti. Una maggiore trasparenza consente inoltre ai cittadini di confrontare le prestazioni di sostenibilità delle aziende e permette agli investitori di prendere decisioni di investimento più efficaci.

In questo contesto, la Commissione accoglie con favore e incoraggia le iniziative private in materia di divulgazione che promuovono informazioni facilmente accessibili sulla finanza sostenibile.

L'altro aspetto su cui si concentra il terzo punto del Piano d'Azione è la lungimiranza. Con tale termine si intende la pratica di prendere decisioni che hanno obiettivi o conseguenze a lungo

termine. Gli investimenti in obiettivi ambientali e sociali richiedono naturalmente un orientamento a lungo termine. Tuttavia, le attuali pratiche di mercato spesso si concentrano sulla produzione di rendimenti elevati in un breve lasso di tempo. Pertanto, un obiettivo centrale della Commissione Europea per uno sviluppo sostenibile è quello di ridurre la tendenza al conseguimento di risultati nel breve termine per i processi decisionali di carattere finanziario ed economico, in modo che gli investitori, sia societari che al dettaglio, possano intraprendere investimenti più informati e decisioni più responsabili.

#### **1.4 Norme europee ESG per gli istituti bancari**

Nell'attuale quadro normativo europeo sono stati introdotti specifici obblighi informativi per le imprese industriali e per le banche al fine di supportare l'attuazione del cosiddetto Green Deal europeo<sup>4</sup>. Di seguito alcune informazioni basate sulle comunicazioni divulgate dalla Commissione Europea in merito al tema della crescita finanziaria sostenibile.

La Figura 6. riassume gli obblighi informativi per le banche previsti dall'attuale quadro normativo europeo.

- Regolamento sulla Tassonomia: entrato in vigore nel 2020, introduce alcuni criteri per la classificazione delle attività svolte dalle imprese industriali in base alla loro sostenibilità ambientale (in linea con quanto previsto dall'Accordo di Parigi sul clima). La definizione di criteri specifici per la classificazione delle attività svolte dalle imprese industriali fornisce maggiore chiarezza in merito alla sostenibilità ambientale delle attività delle imprese.
- Direttiva sulla Comunicazione di Informazioni Non Finanziarie (Non-Financial Reporting Directive, NFRD): impone obblighi di informativa aggiuntivi alle società industriali quotate con più di 500 dipendenti. Lo scopo di questa direttiva è quello di migliorare la qualità dei dati a disposizione delle banche e degli investitori da indirizzare risorse finanziarie verso investimenti sostenibili.

---

<sup>4</sup> Chiamato anche Patto Verde europeo, è un pacchetto di iniziative strategiche che mira ad avviare l'UE sulla strada di una transizione verde, con l'obiettivo ultimo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050. Il Green Deal europeo è stato avviato dalla Commissione nel dicembre 2019 e il Consiglio europeo ne ha preso atto nella riunione di dicembre dello stesso anno.

- CRR (Capital Requirements Regulation): con tale normativa le banche europee più importanti sono tenute a rendere note, nelle informazioni fornite agli investitori, i rischi connessi ai fattori ESG a cui sono esposte e le relative azioni di mitigazione intraprese per ridurre la gravità.
- Regolamento sull'Informativa di Sostenibilità dei Servizi Finanziari (Financial Services Sustainability Disclosure Regulation, SFDR): entrato in vigore nel 2021, questo regolamento introduce una nuova serie di regole volte a rendere il profilo di sostenibilità di fondi e prodotti finanziari più comparabile e più facile da comprendere per gli investitori.

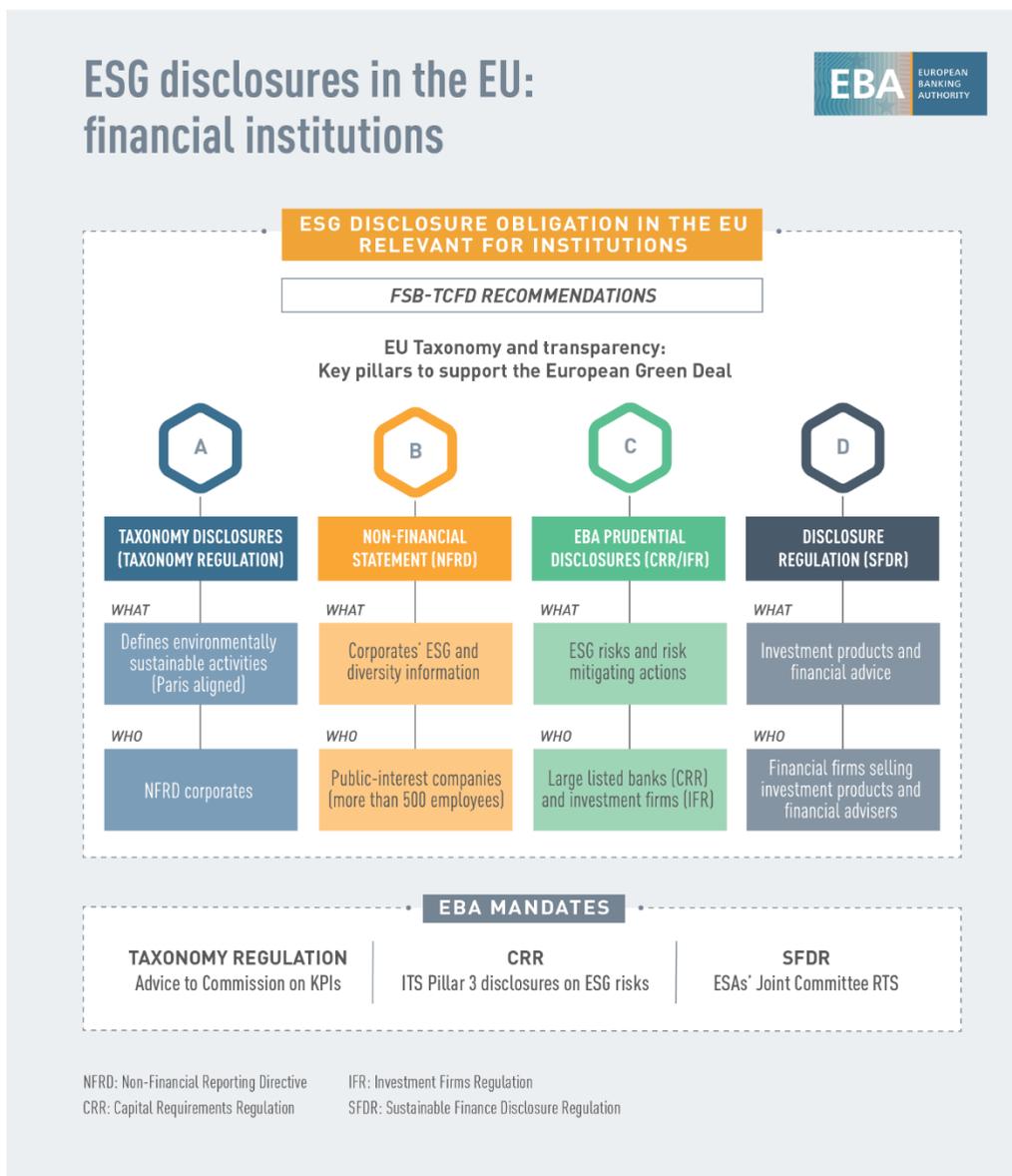


Figura 6. Principali regole per la divulgazione in UE. Fonte: Autorità bancaria europea



## 1.5 Greenwashing

Nei paragrafi precedenti è stata discussa la necessità da parte delle aziende di conseguire non più solo obiettivi economici, bensì anche di carattere ambientale e sociale, al fine di perseguire una crescita sostenibile.

Lo sviluppo sostenibile è definito come “uno sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni”<sup>5</sup>. Il tema della sostenibilità è sempre più al centro dell’interesse comune e la crescente domanda spinge le aziende a sviluppare strategie di marketing verde allo scopo di mostrare ai consumatori la loro buona immagine aziendale e il loro impegno sociale.

L’espansione dell’economia sostenibile ha però portato con sé la proliferazione del fenomeno chiamato “Greenwashing”.

Per greenwashing si intende una tecnica di comunicazione o di marketing perseguita da aziende, istituzioni ed enti che propongono come ecosostenibili le proprie attività, esaltandone gli effetti positivi, e che al contempo cercano di occultare l’impatto ambientale negativo che invece vi sta dietro.

Il termine è stato utilizzato per la prima volta nel 1986 dall’attivista Jay Westerveld, e negli ultimi anni l’impiego di tale fenomeno è cresciuto in maniera esponenziale facendo emergere nei consumatori scetticismo riguardo le campagne di sostenibilità promosse dalle aziende. Ciò fa sì che le vere iniziative verdi ne soffrano inevitabilmente e che, di conseguenza, la crescita sostenibile venga ostacolata.

Nei Paesi più sviluppati, in cui vi è una maggiore consapevolezza ambientale, la regolamentazione da parte delle autorità è superiore rispetto a quella applicata nei Paesi in via di sviluppo. Tale assunzione non trova però riscontro negli Stati Uniti dove la regolamentazione del greenwashing è estremamente limitata e con un’applicazione incerta.

La letteratura sul marketing ambientale definisce due tipi di greenwashing: il claim greenwashing e il greenwashing esecutivo (Figura 7.)

Il claim greenwashing si riferisce a " l’uso di argomentazioni testuali negli annunci che creano un’affermazione ambientale fuorviante " (Parguel et al., 2015).

Parguel et al., citando uno studio del 1991 di Kangun, Carlson e Grove, distinguono tre categorie di pubblicità affette da greenwashing: quelle che impiegano affermazioni false, quelle che omettono informazioni importanti che potrebbero aiutare a valutare la sincerità dell’affermazione e quelle

---

<sup>5</sup> Definizione estratta dal “WCED” (World Commission on Environment and Development, 1987)

che impiegano termini vaghi o ambigui al fine di rendere fuorvianti e poco chiare alcune informazioni.

Per quanto riguarda invece il greenwashing esecutivo, questa strategia punta a mostrare ai consumatori elementi che rievocano la natura utilizzando colori, suoni, sfondi che rappresentano paesaggi (come montagne, foreste e oceani), immagini di specie animali in via di estinzione (come panda e delfini) o fonti di energia rinnovabili (come vento e cascate).

Questi elementi che evocano la natura, intenzionalmente o meno, possono indurre il cliente a percepire l'azienda interessata come sostenibile.

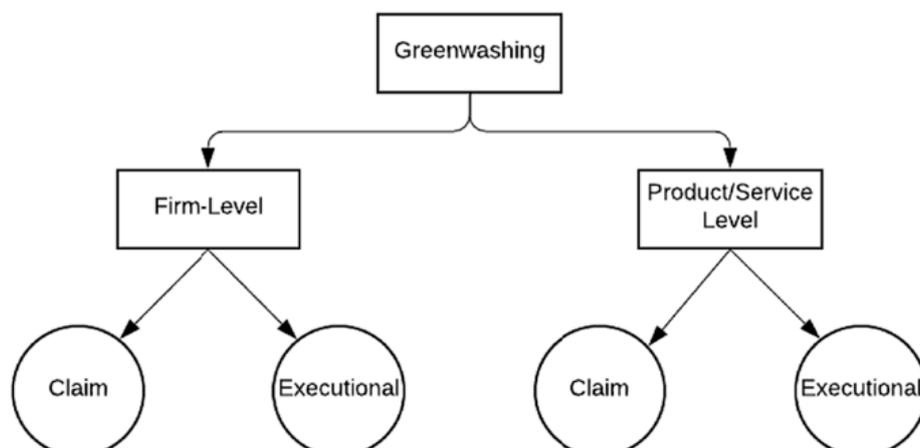


Figura 7. Classificazione delle tipologie di Greenwashing esistenti. Fonte: Freitas Netto et al.

## **2 Valutazione degli indicatori ESG e i relativi impatti sui portafogli di investimento**

### **2.1 Nella letteratura**

Nell'ultimo decennio, gli studi in ambito di finanza sostenibile si sono focalizzati sull'analisi e la verifica di eventuali discrepanze riguardo la definizione e i metodi di valutazione degli indicatori ESG.

Uno dei primi studi è quello pubblicato nel 2010 da Escrig-Olmedo et al. in cui gli autori prendono in esame tutti e tre i pilastri della finanza sostenibile sottolineando ai lettori l'importanza dei rating ESG. I principali risultati della loro ricerca evidenziarono la totale assenza di una metodologia standard, la presenza di ponderazioni diverse dei criteri analizzati e l'esistenza di diverse combinazioni di criteri positivi e negativi, diversi sistemi di punteggio e diverse misurazioni del rischio.

Altri studi si sono concentrati, invece, sulla mancanza di trasparenza nei metodi di valutazione degli indicatori e dei rischi, mettendone così in dubbio la validità. Tali risultati hanno portato Chatterji et al. (2016) a ritenere necessaria maggiore obiettività e, ancora una volta, standardizzazione nella valutazione degli indici ESG.

Esaminando ricerche più contemporanee, un ulteriore studio sulla valutazione degli indicatori ESG è stato intrapreso da Billio et al. nel 2021. In questo caso gli autori hanno analizzato i criteri di valutazione impiegati da quattro delle maggiori agenzie di rating: Sustainalytics, RobecoSAM, Refinitiv e MSCI. L'obiettivo era quello di dimostrare la mancanza di omogeneità nella definizione di caratteristiche, attributi e metodologie di valutazione per gli indici di sostenibilità finanziaria. Tale eterogeneità porta infatti le agenzie ad avere opinioni diverse riguardo la stessa azienda e di conseguenza a compromettere la veridicità degli indicatori utilizzati e l'identificazione di benchmark validi.

Riassumendo, la revisione della letteratura conferma l'esistenza di importanti discrepanze tra gli indicatori ESG e le metodologie utilizzate per valutare le aziende. Ciò provoca confusione e incertezza non solo nella differenziazione delle società che stanno agendo in maniera positiva nei confronti della sostenibilità da quelle che, invece, non hanno a cuore la tematica ESG, ma anche tra gli investitori. Essi, infatti, si ritrovano a doversi confrontare con informazioni divergenti in base alle agenzie di rating prese in considerazione e questo complica fortemente il processo decisionale che porta all'erogazione di finanziamenti.

Nel paragrafo successivo verrà affrontato questo tema dal punto di vista delle maggiori agenzie di rating.

## **2.2 Nelle agenzie di rating**

### **2.2.1 Principi su cui si basano le agenzie di rating**

Vi sono dei principi che ogni agenzia di rating, al fine di effettuare una valutazione il più possibile standardizzata, dovrebbe perseguire. Tali principi promuovono l'obiettività, la trasparenza e la qualità. L'uso di attributi pertinenti e affidabili ha il fine ultimo di portare al successo competitivo le agenzie di rating, oltre a deviare qualsiasi attenzione negativa indesiderata da commentatori, analisti o persino regolatori.

Di seguito le pratiche di valutazione e i concetti più seguiti dalle agenzie di rating (Michael S. Pagano, Graham Sinclair and Tina Yang, 2018):

- Metodologia basata su regole. Gran parte dei modelli di rating ESG sono costruiti sulla base di regole. Si pone inoltre un'enfasi maggiore sulle metriche quantitative e quantificabili rispetto alle informazioni qualitative (ad esempio, le politiche aziendali), sebbene sia i fattori quantitativi che quelli qualitativi determinino la complessa decisione finale.
- Specificità del contesto. Le agenzie di rating ESG si sforzano di costruire indici pertinenti allo specifico ambiente in cui opera l'azienda. Il rating ESG è quindi specifico del contesto. Ad esempio, una società mineraria non dovrebbe essere valutata allo stesso modo di una banca in termini di emissioni di CO<sub>2</sub>, allo stesso modo un'azienda di un paese ricco d'acqua non dovrebbe essere valutata allo stesso modo di un'impresa di un paese povero d'acqua in termini di rischio idrico. Per tale motivo le società di rating incorporano deliberatamente fattori specifici del Paese e del settore dell'azienda nei loro modelli di rating ESG e assegnano pesi diversi a questi fattori in base al loro impatto relativo sulla performance ESG.
- Trasparenza. Per promuovere la fiducia nei loro servizi e nei loro processi, spesso le agenzie di rating ESG forniscono al pubblico informazioni a proposito della metodologia di valutazione impiegata, della struttura degli indici, delle fonti da cui ricavano le informazioni sulle aziende esaminate e così via, pur mantenendo privati alcuni attributi.

- **Credibilità dei dati.** I dati credibili sono quelle informazioni che sono verificati o che sono stati forniti alle autorità di regolamentazione, in entrambi i casi essi forniscono il presupposto che un divulgatore sia veritiero e dunque credibile.

La maggior parte delle agenzie di rating ESG utilizza solo informazioni disponibili pubblicamente, perché in genere devono soddisfare alcuni standard per la pubblicazione esterna e sono prontamente disponibili a costi contenuti per le società di rating. S&P Global è l'unico rater recensito che utilizza informazioni fornite privatamente dalle aziende. Di seguito i vantaggi che RobecoSAM, il fornitore della metodologia ESG per gli indici S&P, identifica nell'utilizzo di informazioni private:

- le informazioni disponibili pubblicamente sono spesso più limitate di quelle ottenibili direttamente dalle aziende
- le informazioni disponibili pubblicamente possono mancare di comparabilità perché possono essere rese disponibili in misure diverse, per periodi di tempo diversi e così via.

RobecoSAM adotta inoltre una serie di misure per garantire la validità dei dati autodichiarati dalle aziende. Il beneficio generale che ne consegue è che il controllo incrociato delle informazioni delle aziende contribuisce alla qualità e alla quantità della divulgazione ESG delle imprese.

L'analisi aggiuntiva aumenta i costi del processo ESG, tanto che nel 2016 Bloomberg, che aggrega i dati ESG delle società quotate in borsa, ha abbandonato l'approccio di chiedere direttamente alle società le informazioni ESG, tornando a utilizzare solo i dati ESG di pubblico dominio.

- **Revisioni continue.** A causa della natura complessa e dinamica del mondo ESG, le principali società di rating ESG rivedono costantemente i propri modelli di rating ESG per rimanere accurati, pertinenti e aggiungere valore per i propri utenti. Ciò genera problemi per la comparabilità longitudinale, ma avvantaggia gli utenti essendo continuamente aggiornati e quindi contestualmente divulgando sempre informazioni rilevanti.

- Metodi di rating ESG, dallo screening negativo al best-in-class. Best-in-class e screening negativo (noto anche come screening di esclusione) rappresentano due distinti approcci ESG diametralmente opposti.

L'applicazione di uno screening negativo è una tecnica in base alla quale le società o i settori che non sono allineati ai valori degli investitori o ai principi religiosi o etici vengono esclusi dall'universo investibile applicando uno screening che li filtra. I metodi e la diligenza dello screening variano, così come il grado di tolleranza.

Uno svantaggio dello screening negativo è che l'universo investibile è ridotto e ciò fa sì che si crei un portafoglio potenzialmente meno diversificato.

L'approccio d'investimento best-in-class, invece, non esclude alcun settore dall'universo degli investimenti, ma utilizza un punteggio o un rating applicato a settori, industrie o società per sovrappesare il portafoglio verso quelli che hanno una performance ESG superiore.

Come sostiene RobecoSAM, l'approccio best-in-class fa sì che le aziende debbano intensificare continuamente i propri processi e iniziative di sostenibilità per essere incluse o rimanere nell'indice.

## 2.2.2 Limiti degli indicatori ESG

Come già detto, il tema della sostenibilità finanziaria risulta essere difficoltoso e assai eterogeneo. Di seguito alcuni dei principali limiti che riflettono la natura complessa del mondo ESG (Michael S. Pagano, Graham Sinclair and Tina Yang, 2018):

- Approccio unico per tutti. Le agenzie di rating si sforzano di costruire modelli specifici per il contesto.

Nonostante ciò, sono anche profondamente consapevoli del fatto che sia necessario disporre di un sistema di rating standardizzato che offra rating ESG comparabili tra aziende di diversi settori, paesi o regioni. Inoltre, è difficile sviluppare un sistema di classificazione granulare che consideri la molteplicità di fattori associati a modelli specifici del contesto come norme culturali e impatto ambientale.

Refinitiv, ad esempio, ha cercato di costruire modelli specifici per regione all'interno di ciascun modello ambientale specifico per settore, ma ha dovuto abbandonare l'iniziativa perché i risultati erano troppo instabili per un confronto significativo di anno in anno.

Di conseguenza, i rating e gli indici attuali utilizzano inevitabilmente un quadro di punteggio uniforme che non tiene adeguatamente conto di molte sfumature critiche inerenti alla performance e ai rischi ESG.

- Approccio backward (all'indietro): non predittivo delle prestazioni e dei rischi ESG futuri. Le informazioni pubblicamente disponibili sono la principale fonte di dati per i rating e gli indici ESG.

Le informazioni pubbliche, per definizione, si basano sulle informazioni attualmente disponibili e quindi non sono rivolte al futuro. L'analisi basata principalmente su dati di dominio pubblico può ignorare importanti informazioni che invece dovrebbero essere acquisite mediante osservazioni personali. Gli analisti ESG, infatti, spesso non raccolgono informazioni con la stessa routine degli analisti azionari che lavorano per le banche di investimento (attraverso canali come riunioni bilaterali private con dirigenti aziendali, visite in loco o partecipazione a chiamate sugli utili) e per tale motivo possono risultare meno efficienti nelle loro scelte.

L'utilizzo di un metodo di valutazione con le informazioni riportate solo come input limiterà dunque la pienezza e la completezza delle valutazioni che un analista ESG è in grado di fornire.

- Bias geografico/economico. La domanda e l'offerta di prodotti e servizi ESG sono una funzione della domanda di mercato per gli investimenti. I ricercatori hanno scoperto che le politiche e le pratiche ambientali di una comunità sono associate al suo reddito e ai suoi livelli di istruzione.
- Bias di dimensioni aziendali. Poiché la principale fonte di dati per la ricerca ESG sono i dati pubblicamente disponibili, la copertura dei dati favorisce naturalmente le grandi aziende poiché esse dispongono delle risorse necessarie in termini di flusso di cassa e struttura aziendale per implementare processi e iniziative ESG. La copertura dei rating ESG mostra quindi una propensione per le società quotate più grandi anziché per le società a media o piccola capitalizzazione.

### 2.2.3 Le principali agenzie di rating

Nel seguente paragrafo sarà effettuato un confronto tra le metodologie impiegate per la valutazione degli indicatori ESG da parte delle principali agenzie di rating: MSCI, Moody's ESG (Vigeo-Eiris), Refinitiv (chiamata in precedenza Asset4), Sustainalytics, S&P Global (RobecoSAM) e ISS-Oekom.

L'analisi di seguito è stata elaborata a partire dagli studi di Pelizzon et al. (2022).

#### **MSCI (Morgan Stanley Complex Index)**

MSCI è un provider di strumenti e servizi finanziari che ha lo scopo di supportare gli investitori nel prendere decisioni critiche.

Morgan Stanley, tra le più note e storiche banche americane, comincia ad interessarsi alla finanza sostenibile nel 2010 con l'acquisto di RiskMetric, azienda pioniera nell'ambito della ricerca ESG.

MSCI utilizza i dati pubblicamente disponibili provenienti da tre canali di informazione:

- Dati macro provenienti da set di dati di Organizzazioni non Governative e dal mondo accademico (ad es. Banca mondiale e Transparency International);
- Reportistica aziendale (es. report di sostenibilità e report proxy);
- Database governativi

Nella loro metodologia di valutazione, i tre pilastri (Ambiente, Sociale, Governance) comprendono dieci temi principali: cambiamento climatico, risorse naturali, inquinamento e rifiuti, opportunità ambientali, capitale umano, responsabilità del prodotto, opposizione degli stakeholder, opportunità sociali, corporate governance e comportamento aziendale.

Per ognuno di questi temi viene registrato un punteggio su una scala che va da 0 a 10, dopodiché il modello di valutazione utilizza un approccio basato sulla media ponderata dei risultati precedentemente ricavati. Al termine della valutazione il punteggio finale è adattato al settore in cui l'azienda in questione opera. Tale metodologia è impiegata sia per l'esposizione al rischio, sia per le opportunità.

Il punteggio finale è inserito in una scala in cui "AAA" è il valore massimo e "CCC" il valore minimo.

## **Vigeo Eiris (Moody's ESG)**

L'azienda Moody's Corporation, colosso nel settore delle ricerche finanziarie, entra nel mercato della finanza sostenibile nel 2019, con l'acquisto della quota di maggioranza di Vigeo Eiris, società di rating francese leader nel settore ESG e azienda pioniera nelle tematiche relative alla sostenibilità.

Come per la maggior parte delle agenzie di rating, anche in questo caso la valutazione delle aziende si basa sullo spaccettamento della tematica sostenibile nei tre macro-argomenti E, S, G.

Il processo di valutazione è organizzato in quattro fasi principali.

Inizialmente viene dato un peso ai criteri ESG, successivamente ad ognuno di tali criteri è dato un punteggio, il terzo passo consiste nel monitoraggio dell'azienda sotto esame, al fine di ricavare il punteggio ESG finale. L'ultimo step si riferisce invece all'indice di mitigazione del rischio. I punteggi di mitigazione del rischio sono, in realtà, slegati dai primi tre step del processo di valutazione. Essi si riferiscono infatti alla capacità dell'azienda di gestire le categorie di rischio identificate dagli indicatori di Governance: efficienza operativa, coesione delle risorse umane, reputazione, rischio legati all'ambito legale.

Il punteggio finale è inserito in una scala in cui "+ +" è il valore massimo e "- -" il valore minimo.

## **Refinitiv**

Refinitiv è un fornitore globale anglo-americano di dati per il mercato finanziario. Nasce nel 2009 sotto il nome Asset4 e dopo una serie di fusioni e acquisizioni si impone nel mondo finanziario come Thomson Reuters Refinitiv.

Per la valutazione delle aziende, Refinitiv utilizza 400 diverse metriche ESG (organizzate in 10 argomenti principali) che combinano i punteggi ESG con i punteggi delle controversie ESG (attività dell'azienda in contrasto con i principi ESG e grado di trasparenza).

I dati utilizzati sono pubblicamente disponibili, le informazioni sono infatti ricavate da: rapporti annuali, database ONG<sup>6</sup>, rapporti sulla responsabilità sociale d'impresa (CSR), notizie di stampo giornalistico e così via.

---

<sup>6</sup> Acronimo di organizzazione non governativa, la ONG è un'organizzazione senza fini di lucro di carattere quasi sempre umanitario. Una caratteristica fondamentale di queste realtà riguarda l'indipendenza sia dagli Stati, sia dalle organizzazioni internazionali.

Vengono offerti due punteggi ESG: uno che valuta le performance di un'azienda a favore della sostenibilità (punteggio ESG) e uno che valuta le controversie osservate. Ciò che si ottiene è chiamato punteggio combinato ESG.

Di seguito una rappresentazione dei livelli di punteggio con i quali vengono valutate le aziende:

Fasce di punteggio	Descrizione	
Da 0 a 25	Primo Quartile	Performance ESG scarsa e livello di trasparenza insufficiente nel riportare pubblicamente i dati ESG rilevanti.
>25 a 50	Secondo Quartile	Prestazioni ESG soddisfacenti e moderato grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG rilevanti.
>50 a 75	Terzo Quartile	Buona performance ESG e grado di trasparenza superiore alla media nel riportare pubblicamente i dati ESG rilevanti.
>75 a 100	Quarto Quartile	Eccellente performance ESG ed elevato grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG rilevanti.

*Tabella 1. Fasce di punteggio utilizzate da Refinitiv. Fonte: Refinitiv*

La valutazione finale delle aziende segue una scala a 12 punti che va dal valore minimo “D-“ a quello massimo “A+”.

### **Sustainalytics**

L’agenzia di rating Sustainalytics nasce nel 2008 dalla fusione delle società SiRi Company, DSR e Scoris. Recentemente, nel 2020, è stata acquisita da Morningstar, noto portale che offre servizi finanziari.

Sustainalytics utilizza un approccio che comprende l’analisi di tre blocchi:

- Questioni ESG

- Questioni non comuni (idiosincratice)
- Corporate Governance

Per quanto riguarda le questioni ESG, elemento su cui ricade l'attenzione dell'elaborato, vi sono cinque livelli di rischio basati sull'importanza della tematica considerata.

Sustainalytics presta, inoltre, particolare attenzione alla dimensione gestionale delle imprese, analizzando gli impatti finanziari provocati dai fattori ESG.

Nella valutazione delle aziende non vi è una netta distinzione tra le tematiche E, S e G. Sono presi in considerazione, per l'assegnazione dei punteggi, 20 fattori principali. La classificazione finale segue una scala che va da 0 a 100: 100 indica un alto livello di rischio ESG, 0 indica l'assenza di rischio ESG.

### **RobecoSAM (S&P Global)**

Creato nel 1999, RobecoSAM è il ramo della società Robeco che si occupa delle strategie tematiche incentrate sulla sostenibilità e delle strategie azionarie e obbligazionarie ad impatto.

L'approccio al mondo ESG in RobecoSAM è articolato in una prospettiva a lungo termine e si basa su un questionario che viene modificato annualmente e rivisto esternamente. Ogni anno, più di 3.500 aziende completano tale questionario, contribuendo così alla loro valutazione della sostenibilità aziendale (Corporate Sustainability Assessment, CSA).

Il CSA è riconosciuto come una delle più avanzate metodologie di valutazione ESG, in quanto si basa su 20 anni di esperienza nell'analisi dell'impatto della sostenibilità sulla creazione di valore a lungo termine di un'azienda.

Anno dopo anno, un numero crescente di aziende partecipa alla valutazione e utilizza i risultati per confrontare le proprie prestazioni di sostenibilità con quelle dei colleghi.

Sulla base delle loro prestazioni, le aziende ricevono punteggi da 0 a 100 e classifiche percentili per circa 20 criteri di sostenibilità.

L'analisi è suddivisa in tre dimensioni: economica, ambientale e sociale.

La prima si concentra maggiormente sugli aspetti che possono influire sulla salute di un'azienda, come la sicurezza informatica, la governance aziendale, la gestione dell'innovazione, le opportunità di mercato e le politiche anticrimine.

La dimensione ambientale misura la gestione del rischio che può insorgere una volta osservato l'impatto dell'attività aziendale sull'ambiente. Comprende criteri come la strategia climatica, la biodiversità e il consumo di elettricità.

La dimensione sociale è valutata in base a criteri come i diritti umani, la condizione dei lavoratori e l'attrazione e fidelizzazione delle risorse.

Da dicembre 2019, i rating ESG e il benchmarking di RobecoSAM fanno parte di S&P, Standard and Poor's Corporation, una agenzia di rating americana che realizza ricerche finanziarie e analisi su titoli azionari e obbligazioni.

Le classifiche di settore di tutte le società valutate sono pubblicate sulla piattaforma Bloomberg<sup>7</sup>.

### **ISS-Oekom**

Oekom, società fornitrice di servizi finanziari fondata nel 1993 in Germania, è stata una delle prime imprese in Europa ad interessarsi dei rating ambientali e sociali. Nel 2018 avviene la fusione con un altro leader nel settore degli investimenti sostenibili: l' American Institutional Shareholder Services Group (ISS).

Le valutazioni fatte da ISS-Oekom sono di tre tipi. È analizzata in primis la capacità delle imprese di gestire i rischi ESG e di integrarne le opportunità, il secondo aspetto analizzato si concentra sulle pratiche di divulgazione delle aziende e dunque sulla trasparenza delle medesime, infine l'ultima valutazione che viene fatta mira a cogliere i rischi reputazionali e potenziali a lungo termine legati agli investimenti delle aziende.

Per quanto riguarda il punteggio finale assegnato alle aziende valutate, ISS-Oekom utilizza una scala di dodici punti che va dal valore minimo di "D-" a quello massimo di "A+".

---

<sup>7</sup> Fondata nel 1981 dall'ex sindaco di New York, Michael Bloomberg, e diventata negli anni un punto di riferimento per investitori, analisti e trader, la società Bloomberg è considerata il colosso dell'informazione finanziaria e il canale preferito da chi lavora nel campo della finanza, dei mercati e del trading online.

Da questa prima analisi, risulta chiaro come le agenzie di rating utilizzino approcci diversi per misurare la sostenibilità di un'azienda.

Seppur vi siano delle somiglianze, in particolare l'attenzione rivolta ai tre pilastri della sostenibilità (Ambiente, Sociale e Governance), il peso dei fattori analizzati differisce tra le agenzie di rating (ad esempio il tema economico è più importante per RobecoSAM rispetto al tema relativo alla governance, mentre per ISS-oekom e Sustainalytics l'attenzione è rivolta non solo alle questioni ESG, ma anche a temi trasversali). Altro aspetto da considerare è che, anche se la maggior parte dei valutatori si basa in gran parte su dati disponibili pubblicamente, alcuni basano le loro valutazioni su questionari di settore (RobecoSAM) o su informazioni ottenute direttamente dalle aziende (MSCI).

Inoltre, la maggior parte delle agenzie di rating integra le specificità del settore nelle proprie valutazioni e divide la valutazione del rischio in: gestione del rischio ed esposizione al rischio. Infine, oltre alle discrepanze riscontrate nelle metodologie di valutazione degli indicatori ESG, dall'analisi effettuata è stato possibile notare come anche le scale di punteggio dei rating differiscano da un'agenzia ad un'altra.

## **2.3 Le reazioni degli investitori alle nuove metodologie di valutazione dei fattori ESG**

Le agenzie di rating svolgono un ruolo di intermediari. Raccolgono informazioni, le elaborano e le trasferiscono agli investitori in forma concisa. Sono tra le entità più potenti nel mercato dei capitali odierno poiché gli investitori seguono da vicino i rating pubblicati, pongono attenzione ai cambiamenti nelle valutazioni di un'azienda e dei rischi che ne derivano e di conseguenza rivedono il loro portafoglio di investimento.

Negli ultimi dieci anni gli investimenti socialmente responsabili (SRI) sono cresciuti e continuano a crescere in maniera esponenziale. Questo aumento della domanda di investimenti sostenibili è stato accompagnato dall'aumento di agenzie di rating ambientale, sociale e di governance (ESGRA) e dei loro rating di sostenibilità.

Gli investitori devono potersi fidare dell'accuratezza dei rating di sostenibilità e comprenderli bene al fine di prendere decisioni di investimento informate, che, nel complesso, possono incidere sulla performance aziendale, sulla struttura del capitale e sull'allocazione del capitale nei mercati (Manso, 2013).

Al fine di esaminare il comportamento degli investitori e le loro reazioni rispetto alle valutazioni e ai cambiamenti nelle metodologie di valutazione delle agenzie di rating, di seguito è riportata un'analisi con all'interno riferimenti allo studio pubblicato da Pelizzon et al. nel marzo del 2021.

Lo studio analizza l'impiego, a partire dal 2019, da parte di Morningstar e Yahoo Finance, di una nuova metodologia di valutazione dei fattori ESG che ha modificato in maniera non lineare i rating ESG per le aziende. Sia i vecchi ESG Ratings che i nuovi ESG Risk Ratings condividono la stessa scala tra 0 e 100. Tuttavia, le due metodologie di valutazione dei fattori ESG catturano la sostenibilità dell'impresa da due diverse angolazioni: i precedenti rating ESG aumentano con il grado di sostenibilità dell'impresa, mentre i nuovi rating di rischio ESG diminuiscono.

La Figura 8. illustra il risultato principale del paper di Pelizzon et al.: gli investitori sono sensibili alle variazioni dei rating ESG poiché investono in attività più sostenibili e, viceversa, disinvestono in attività meno sostenibili. Tale fenomeno, a sua volta, esercita una significativa pressione sui prezzi e si riflette in ritorni anomali. La Figura 8. esamina visivamente la relazione tra il rendimento anomalo a fattore singolo del titolo e un cambiamento relativo nella classifica ESG di un'azienda dovuto all'implementazione della nuova metodologia di rating ESG.

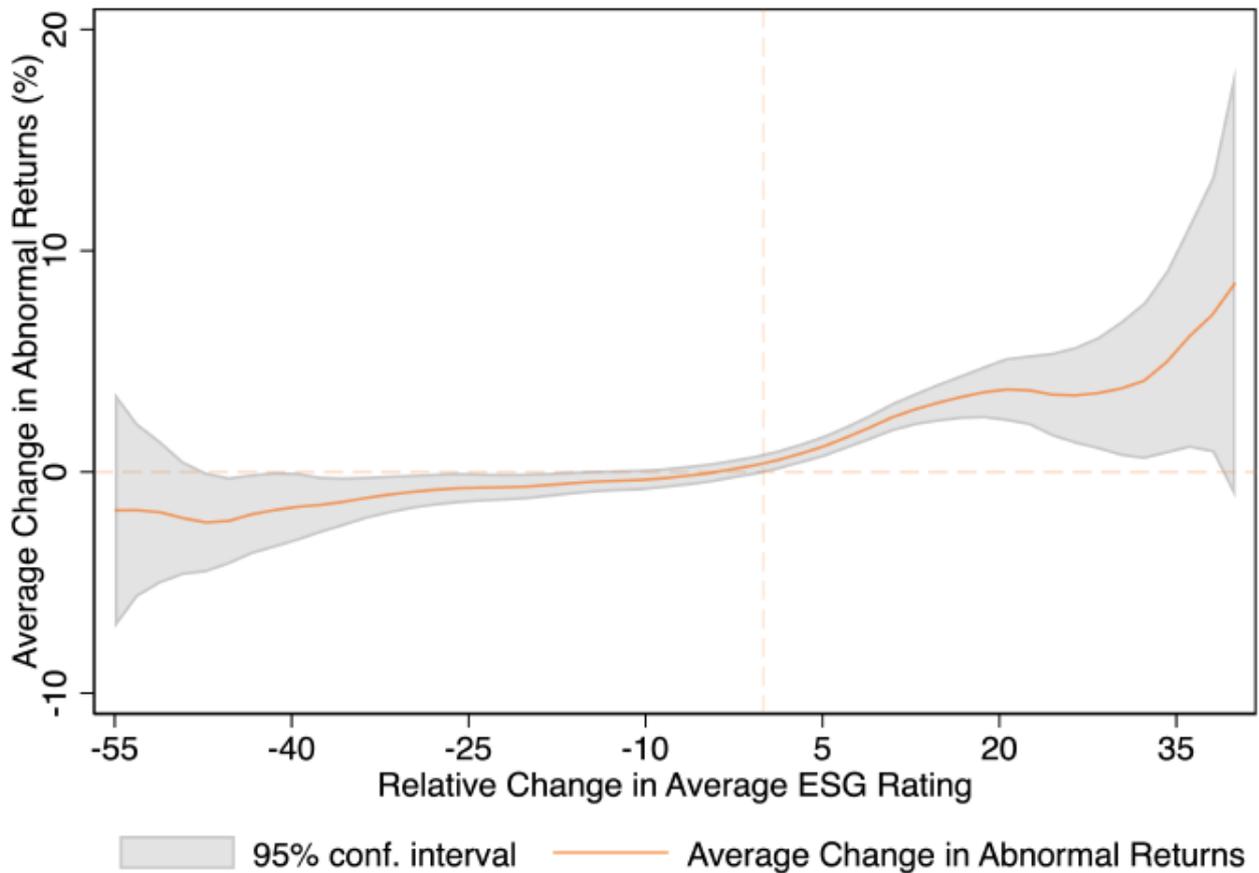


Figura 8. Risposta di rendimento anomala alla modifica della metodologia di rating ESG. Fonte: Pelizzon et al.

La figura illustra la relazione tra un cambiamento nei rating ESG dovuto alla nuova metodologia di rating e i rendimenti anomali delle azioni. Per far ciò, gli autori hanno utilizzato una regressione semi parametrica di una variazione del rendimento anomalo a fattore singolo dell'impresa sulla variazione relativa del rating ESG. Si definisce la variazione del rendimento anomalo a fattore singolo dell'impresa come la differenza tra il rendimento anomalo medio del titolo durante il periodo in cui è stata implementata la nuova metodologia di rating ESG (ottobre - dicembre 2019) e quello riscontrato durante il periodo antecedente all'introduzione della modifica della metodologia (luglio - settembre 2019). La variazione relativa del rating ESG cattura la variazione del rating ESG (Risk) di Morningstar tra post e pre-implementazione della metodologia di rating ESG rispetto alla variazione media. Le aree ombreggiate rappresentano gli intervalli di confidenza al 95%. La linea arancione tratteggiata orizzontale rappresenta una variazione pari a zero nei rendimenti anomali dell'impresa. La linea arancione verticale tratteggiata rappresenta un cambiamento medio nei rating ESG (Pelizzon et al., 2021).

La maggior parte dei titoli nel campione esaminato dagli autori subisce uno "pseudo" downgrade ESG, ovvero il loro nuovo rating di rischio ESG è inferiore al loro vecchio rating ESG.

Al fine di comprendere l'effetto del cambiamento della metodologia di rating ESG sui rendimenti azionari, Pelizzon et al. hanno analizzato le risposte di diversi tipi di investitori allo shock esogeno dei rating di sostenibilità. In particolare, si sono concentrati su investitori individuali, istituzioni 13F<sup>8</sup> e venditori allo scoperto<sup>9</sup>.

L'ipotesi dietro la scelta del campione è che i tre gruppi di investitori sono abbastanza diversi tra loro in termini di alfabetizzazione finanziaria, accesso alle informazioni, capacità di elaborare le informazioni e attenzione. Pertanto, ci si aspetta che rispondano in modo diverso al cambiamento esogeno dei rating ESG. Gli investitori al dettaglio sono generalmente percepiti come investitori meno sofisticati e disinformati o come trader confusionari. Le istituzioni 13F sono un gruppo di investitori a lungo termine, meno sensibili alle oscillazioni di prezzo guidate dalle informazioni a breve termine. Infine, i venditori allo scoperto sono tradizionalmente considerati ben informati o almeno in grado di elaborare le informazioni.

Di seguito gli esiti dello studio di Pelizzon et al.

I risultati suggeriscono che gli investitori al dettaglio sono confusi o comunque non comprendono a pieno i nuovi rating di rischio ESG e perciò adeguano i loro portafogli in linea con i rating di sostenibilità errati. A beneficiare di questa situazione sono i venditori short sellers che aumentano le loro posizioni corte in azioni che stanno riscontrando un miglioramento dei rating ESG e riacquistano azioni di società quasi declassate. Gli investitori 13F, nel complesso, non ribilanciano i loro portafogli in risposta all'implementazione della nuova metodologia di rating ESG. La mancanza

---

<sup>8</sup> Il modulo 13-F è un report trimestrale che tutti gli investitori istituzionali, con un patrimonio in gestione superiore ai 100 miliardi \$, devono compilare. Ad imporre questa legge è la SEC (Securities and Exchange Commission's), cioè l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza dei mercati finanziari. Il documento deve essere reso pubblico entro 45 giorni dalla fine del trimestre.

Il documento nacque nel 1975 per volere del Congresso, che cercava di rendere più trasparente la gestione del denaro in mano ai grandi fondi. In questo modo i manager di fondi di investimento, fondi pensione, imprese assicurative ecc. sono stati portati ad avere una maggiore integrità morale nelle loro decisioni operative, perché queste vengono appunto tracciate.

<sup>9</sup> La vendita allo scoperto (o short selling) è un'operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti con successivo riacquisto. Questa operazione si effettua se si ritiene che il prezzo al quale gli strumenti finanziari si riacquisteranno sarà inferiore al prezzo inizialmente incassato attraverso la vendita. Nel caso in cui si verificasse quanto detto, il rendimento complessivo dell'operazione sarà positivo; al contrario risulterà negativo se il prezzo dello strumento è aumentato.

di risposta delle istituzioni 13F è coerente con l'ipotesi che essi siano consapevoli e comprendano i cambiamenti nella metodologia di rating.

Il paper esalta, infine, l'importanza della trasparenza delle metodologie di rating e della loro comprensione da parte degli investitori. Quest'ultimi, infatti, si preoccupano della sostenibilità dei loro investimenti (Hartzmark e Sussman, 2019) e i cambiamenti nei rating di sostenibilità possono indirizzarne le decisioni e, di conseguenza, alterare l'allocazione del capitale nel mercato.

## 2.4 Divergenze negli indicatori ESG

Nei precedenti paragrafi sono state analizzate le maggiori agenzie di rating e le metodologie da esse impiegate per la valutazione degli indicatori ESG.

Nel seguente paragrafo il focus dell'analisi ricadrà invece sulle divergenze esistenti tra i suddetti indicatori. Lo studio fa riferimento al lavoro svolto da Berg et al. (2022) e saranno interessate le agenzie di rating ESG elencate di seguito: Sustainalytics, Moody's ESG, S&P Global, Refinitiv, MSCI e KLD<sup>10</sup>, quest'ultima inclusa nell'analisi poiché si presenta come il set di dati utilizzato più frequentemente negli studi accademici.

La divergenza dei rating ESG introduce incertezza in qualsiasi decisione presa sulla base degli indicatori di sostenibilità e, pertanto, rappresenta una sfida per un'ampia gamma di investitori.

È possibile distinguere tre tipi di divergenze:

- Divergenze di ambito
- Divergenze di misurazione
- Divergenze nell'attribuire maggiore importanza ad un indicatore rispetto ad un altro

La divergenza di ambito si riferisce alla situazione in cui le valutazioni si basano su diversi insiemi di attributi. Un'agenzia di rating può includere attività di lobbying<sup>11</sup>, mentre un'altra no, causando divergenze tra i due rating.

---

<sup>10</sup> KLD, agenzia di rating precedentemente nota come Kinder, Lydenberg, Domini & Co., è stata acquisita da RiskMetrics nel 2009. MSCI ha successivamente acquistato RiskMetrics nel 2010. Il set di dati è stato successivamente rinominato MSCI KLD Stats come database legacy. Nell'elaborato sarà mantenuto il nome originale del set di dati per distinguerlo dal set di dati MSCI.

<sup>11</sup> Il «lobbying» è lo strumento di rappresentanza politica con il quale gruppi, organizzazioni ed individui, legati tra loro da interessi comuni, incidono, legittimamente, sulle istituzioni al fine di influenzarne le decisioni a proprio vantaggio.

La divergenza di misurazione si riferisce a una situazione in cui le agenzie di rating misurano lo stesso attributo utilizzando indicatori diversi. Ad esempio, le condizioni di lavoro di un'azienda potrebbero essere valutate sulla base del turnover della forza lavoro o dal numero di cause legali in materia di lavoro avviate contro l'azienda.

Infine, l'ultima classe di divergenze, quella riguardante i pesi applicati, emerge quando le agenzie di rating assumono opinioni diverse sull'importanza relativa degli attributi.

I contributi delle tre tipologie di divergenze sono intrecciati e ciò rende complicata l'interpretazione delle differenze tra i rating ESG e di conseguenza il loro confronto.

Di seguito sarà trattato dunque il tema della divergenza di indicatori ESG prendendo come riferimento il campione di agenzie sopra citate.

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

Tabella 2. Correlazioni tra rating ESG a livello di rating aggregato (ESG) e a livello di dimensione (E, S, G). Fonte: Berg et al. (2022)

La Tabella 2 mostra le correlazioni Pearson<sup>12</sup> a coppie tra i rating ESG aggregati e tra le loro dimensioni: ambientale (E), sociale (S) e di governance (G). Le agenzie di rating sottoposte allo studio sono indicate tramite le abbreviazioni SA, SP, MO, RE, KL, e MS, utilizzate rispettivamente per Sustainalytics, S&P Global, Moody's ESG, Refinitiv, KLD, e MSCI.

Le correlazioni a livello ESG sono in media di 0,54 e vanno da 0,38 a 0,71.

Si nota come Sustainalytics e Moody's ESG abbiano il più alto livello di accordo tra loro, con una correlazione di 0,71. In generale la dimensione ambientale ha la più alta correlazione delle tre dimensioni, con una media di 0,53, la dimensione sociale ha una correlazione media di 0,42, mentre la dimensione della governance ha la correlazione più bassa, con una media di 0,30.

KLD e MSCI mostrano le correlazioni più basse con i rating delle altre agenzie del campione preso, sia per il rating ESG aggregato che per le singole dimensioni. Considerando le differenze di

<sup>12</sup> Il coefficiente di correlazione lineare di Pearson è uno di principali indici della statistica bivariata, applicabile cioè a una coppia di variabili statistiche (non più di due). Affinché il coefficiente sia correttamente utilizzato, le due variabili devono essere entrambe quantitative. Il valore dell'indice fornisce una misura del grado di dipendenza lineare tra le due variabili.

campionamento, questi risultati sono coerenti con le correlazioni di rating ESG riportate anche negli studi portati avanti da Chatterji et al. (2016) e Gibson Brandon et al. (2021).

Prendendo come benchmark il rating di Sustainalytics, che presenta le correlazioni più elevate con i rating delle altre agenzie del campione soggetto allo studio, in Figura 9. si mostra come i rating ESG siano correlati positivamente. All'aumentare del rating di riferimento, anche gli altri rating tendono ad aumentare.

Tuttavia, la figura mostra anche una sostanziale divergenza. Per qualsiasi livello del rating di riferimento, esiste un'ampia gamma di valori forniti dagli altri rating.

Supponendo, ad esempio, che un'azienda riceva un punteggio di valutazione di Sustainalytics di +1,5, si nota come le corrispettive valutazioni di alcune agenzie di rating assegnino all'azienda esaminata un punteggio inferiore a zero. Ciò che ne consegue dalla precedente osservazione è che l'entità della divergenza sia tale che risulti difficile distinguere un leader da un performer medio.

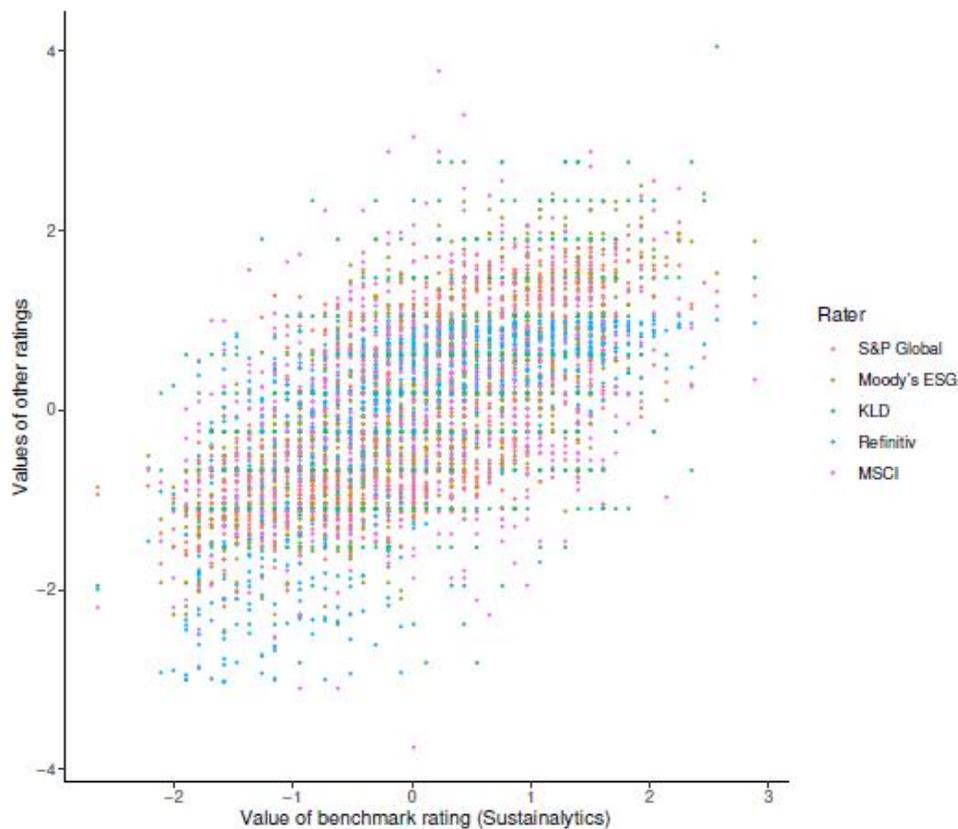


Figura 9. Correlazione tra rating di Sustainalytics (benchmark) e rating di altre agenzie. Fonte: Berg et al. (2022)

Come già ampiamente discusso lo scopo dei rating ESG è di valutare la performance ESG di un'azienda. Tuttavia, i rating ESG sono in disaccordo in misura tale da lasciare agli osservatori una notevole incertezza su quanto sia buona la performance ESG dell'azienda, e questo fa sì che si crei grande confusione nel settore degli investimenti e, più in generale, sul tema della finanza sostenibile.

### 2.4.1 Divergenze di misurazione

Nel seguente paragrafo sarà trattato il tema delle divergenze di misurazione tramite l'identificazione di punteggi di categoria (C). Essi rappresentano la valutazione di un'agenzia di rating di una determinata categoria ESG e si basano su differenti set di indicatori, ognuno dei quali si riferisce diversi protocolli di misurazione. Ne consegue che le differenze tra i punteggi delle categorie derivano dalle differenze nel modo in cui le agenzie di rating scelgono di misurare la categoria ESG in questione.

Di seguito la formula impiegata per il calcolo dei punteggi di categoria (Berg et al., 2022):

Notation	Variable	Index	Range
$A$	Attributes	$i$	$(1, n)$
$I$	Indicators	$i$	$(1, n)$
$C$	Categories	$j$	$(1, m)$
$N_{fkj}$	Indicators $\in C_{fkj}$	$i$	$(1, n_{fkj})$

$$C_{fkj} = \frac{1}{n_{fkj}} \sum_{i \in N_{fkj}} I_{fki}$$

*Gli indici  $f$  e  $k$  si riferiscono rispettivamente al campione di aziende esaminate e alle agenzie di rating prese come riferimento.*

Alcune agenzie di rating utilizzano diversi set di indicatori per diversi settori. Queste considerazioni sulla misurazione, specifiche del settore, si riflettono anche nei punteggi di categoria perché tali punteggi prendono la media di tutti i valori degli indicatori disponibili.

### 2.4.2 Divergenze sui pesi attribuiti

È possibile analizzare le divergenze sull'attribuzione delle importanze tramite il supporto dei punteggi di categoria, citati nel precedente sottoparagrafo, impiegandoli come variabili indipendenti.

Quando non sono disponibili valori di indicatore per calcolare il punteggio di categoria per una data azienda, il punteggio viene impostato su zero. Ciò è necessario per eseguire le regressioni senza eliminare tutte le categorie con valori mancanti, che sono numerose. Naturalmente, ciò implica il presupposto che i dati mancanti indichino prestazioni scadenti. Le categorie per le quali non sono disponibili valori per nessuna impresa nel campione comune vengono eliminate. Dopo questo trattamento, i punteggi di categoria vengono normalizzati a media zero e varianza unitaria, corrispondente alle valutazioni normalizzate. Ogni indicatore non classificato viene trattato come una categoria separata specifica del valutatore.

A questo punto Berg et al. stimano i pesi  $w_{kj}$  con la seguente formula:

$$R_{fk} = \sum_{j \in (1,m)} C_{fkj} \times w_{kj} + \epsilon_{fk}$$
$$w_{kj} \geq 0.$$

Tale formula si ottiene tramite una regressione dei minimi quadrati non negativa, che include il vincolo che i coefficienti debbano essere necessariamente positivi. Questo poiché si conosce a priori la direzionalità di tutti gli indicatori e si possono perciò escludere pesi negativi.

### 2.4.3 Analisi conclusiva sulle divergenze

Dallo studio portato avanti da Berg et al. risulta quindi che le divergenze negli indicatori ESG esistono e possono essere suddivise in tre classi, ognuna delle quali fornisce un contributo diverso. La tipologia che più influenza la divergenza totale è quella inerente alla misurazione, seguita poi dalle divergenze di ambito e quelle riguardanti i pesi relativi.

Comunque, più della metà della divergenza riscontrata tra gli indicatori ESG può essere attribuita alle agenzie di rating che misurano valori diversi per la stessa categoria.

La Tabella 3. mostra il contributo relativo, alla divergenza di rating ESG, di ambito, misurazione e ponderazione. La Tabella 4. riporta, invece, le medie per agenzia valutatrice in base ai valori mostrati nella tabella 3. Per entrambe le tabelle, come già fatto per le precedenti analisi, le agenzie di rating sono esaminate a coppie.

		Scope	Measurement	Weight
KLD	Sustainalytics	18%	69%	13%
KLD	Moody's ESG	31%	59%	10%
KLD	S&P Global	20%	68%	11%
KLD	Refinitiv	22%	63%	15%
KLD	MSCI	81%	17%	3%
Sustainalytics	Moody's ESG	20%	64%	16%
Sustainalytics	S&P Global	22%	70%	8%
Sustainalytics	Refinitiv	12%	66%	22%
Sustainalytics	MSCI	68%	30%	2%
Moody's ESG	S&P Global	41%	56%	3%
Moody's ESG	Refinitiv	19%	79%	2%
Moody's ESG	MSCI	66%	41%	-6%
S&P Global	Refinitiv	23%	74%	3%
S&P Global	MSCI	59%	52%	-10%
Refinitiv	MSCI	68%	38%	-7%
Average		38%	56%	6%

Tabella 3. Contributi di Ambito, Misura e Ponderazione nella divergenza di rating ESG. Fonte: Berg et al. (2022)

	Scope	Measurement	Weight
KLD	34%	55%	10%
Sustainalytics	28%	60%	12%
Moody's ESG	35%	60%	5%
S&P Global	33%	64%	3%
Refinitiv	29%	64%	7%
MSCI	68%	36%	-4%

Tabella 4. Contributi medi di Ambito, Misura e Ponderazione nella divergenza di rating ESG. Fonte: Berg et al. (2022)

## 2.5 L'andamento degli investimenti ESG negli ultimi anni

Il seguente paragrafo ha lo scopo di esaminare l'andamento degli investimenti ESG ponendo l'attenzione sull'impatto che essi hanno sulle performance finanziarie delle imprese. Sarà inoltre attenzionata ancora una volta la tematica delle divergenze nei punteggi ESG e nelle metodologie impiegate per valutarli.

Ad oggi, mancano caratteristiche, attributi e standard comuni nella definizione delle componenti E, S e G. Ciò fa sì che l'eterogeneità nel settore ESG porti le agenzie ad avere opinioni opposte sulle società valutate e che l'accordo, tra le agenzie di rating, sia relativamente basso. La conseguenza finale è che le definizioni alternative di ESG e la mancanza di chiarezza sul tema influenzano anche l'identificazione dei benchmark utilizzati dal settore degli investimenti sostenibili (Pelizzon et al., 2020).

Negli ultimi due decenni una crescente consapevolezza sui cambiamenti climatici e sui problemi ambientali ha influenzato l'opinione pubblica e ha sollecitato governi e imprese a integrare questi aspetti nelle loro decisioni normative e strategie aziendali. Data l'attuale urgente necessità di azioni puntuali che affrontino le questioni ESG, il ruolo della finanza sostenibile è fondamentale. Di conseguenza, sono emerse diverse strategie di investimento ESG.

Le principali strategie osservate, secondo la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)<sup>13</sup>, includono (Pelizzon et al.):

- Screening negativo/esclusivo. Esclusione di specifici settori o società inaccettabili o controversi le cui attività possono danneggiare l'ambiente o la società.
- Screening positivo/best-in-class. Selezione delle migliori società con performance ESG all'interno di uno specifico settore di attività, a parità di tutte le altre condizioni. Corrisponde all'esclusione delle società che non raggiungono determinate soglie di performance.

---

<sup>13</sup> La Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) è una collaborazione di organizzazioni di investimento sostenibile con membri presenti in tutto il mondo. La missione del GSIA è approfondire l'impatto e la visibilità delle organizzazioni di investimento sostenibile a livello globale. "La nostra visione è un mondo in cui gli investimenti sostenibili siano integrati nei sistemi finanziari e nella catena degli investimenti e in cui tutte le regioni del mondo siano coperte da istituzioni vigorose basate sui membri che rappresentano e promuovono la comunità degli investimenti sostenibili" (sito ufficiale GSIA).

- Investimenti in tema di sostenibilità. Investimenti mirati, comprendenti solo attività legate al tema prescelto (energia pulita, riduzione dell'inquinamento, basse emissioni di carbonio, gestione delle risorse idriche, attività agricole sostenibili ecc.).
- Impatto/investimento nella comunità. Investimenti privati dedicati a progetti specifici che risolvono problemi sociali e ambientali come l'uso di energie rinnovabili, investimenti in edilizia sociale, ecc.
- Integrazione ESG. Inclusione sistematica ed esplicita di fattori ESG nell'analisi finanziaria. Dato il carattere qualitativo e soggettivo di questo tipo di valutazione, il ruolo delle agenzie di rating ESG è cruciale.
- Impegno aziendale e attivismo azionario. Esercizio dei diritti degli azionisti finalizzato ad influenzare i comportamenti aziendali attraverso il dialogo diretto con il management aziendale e la presentazione di proposte.
- Screening basato su norme. Investire solo in azioni che rispettano soglie minime di pratiche commerciali etiche basate su principi internazionali.

Queste diverse strategie di investimento hanno lo scopo di indicare ed evidenziare la conformità di un'azienda ai principi ESG.

Nonostante ciò, rimane comunque il tema della mancanza di metriche comuni tra le agenzie di rating nella definizione di ESG (caratteristiche, attributi e standard) e l'eterogeneità di giudizio che può portare le agenzie ad assegnare rating anche opposti a una data azienda.

In conclusione, tale eterogeneità è problematica anche per la stessa industria degli investimenti, poiché l'identificazione di portafogli di investimenti sostenibili e quindi la scelta dei relativi benchmark (indici ESG) dipende dai rating originati dalle diverse metriche utilizzate dalle agenzie di rating. Gli indici ESG rappresentano, infatti, il target delle strategie di fondi di investimento passivi ESG o degli Exchanged Traded Funds<sup>14</sup>, nonché un input importante per le strategie di allocazione degli asset e selezione dei titoli dei portafogli attivi ESG (ovvero i fondi gestiti attivi). Di

---

<sup>14</sup> Gli ETF (acronimo di Exchange Traded Funds) sono fondi a basse commissioni di gestione, negoziati in Borsa come le normali azioni. La peculiarità degli ETF è quella di essere dei fondi a gestione passiva. Non esistendo infatti un fund manager, il portafoglio di investimenti viene costruito a priori ricopiando la composizione di un listino di riferimento, per esempio l'indice Ftse Mib della Borsa di Milano o l'S&P 500, che raggruppa le più importanti azioni quotate a Wall Street.

conseguenza, la misurazione della performance di questi strumenti di investimento potrebbe essere gravemente compromessa solo sulla base del benchmark prescelto.

Secondo lo studio “Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance”, pubblicato da Pelizzon et al. nel giugno del 2020, gli investimenti ESG impatterebbero in maniera maggiore positivamente le performance finanziarie se tutte le principali agenzie di rating ESG concordassero sulla definizione di un insieme di metriche comuni. Ciò porterebbe a selezioni di titoli più omogenee e, di conseguenza, all'identificazione di un benchmark unico o di un insieme di indici ESG utilizzabili per un'analisi e un confronto robusto. Pertanto, sia i fondi di investimento ESG attivi che quelli passivi avrebbero l'opportunità di concentrare i propri investimenti sugli stessi titoli e, quindi, generare un significativo impatto sui prezzi delle attività (come previsto da Merton, 1987).

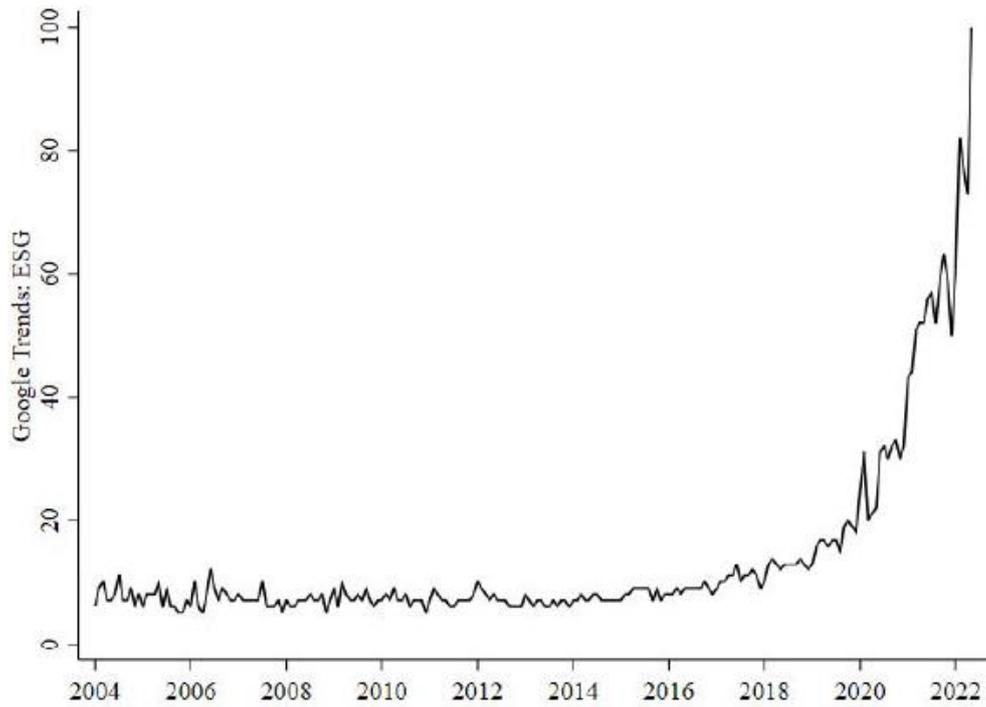


Figura 8. Popolarità della tematica ESG nel tempo. Fonte: Google Trends

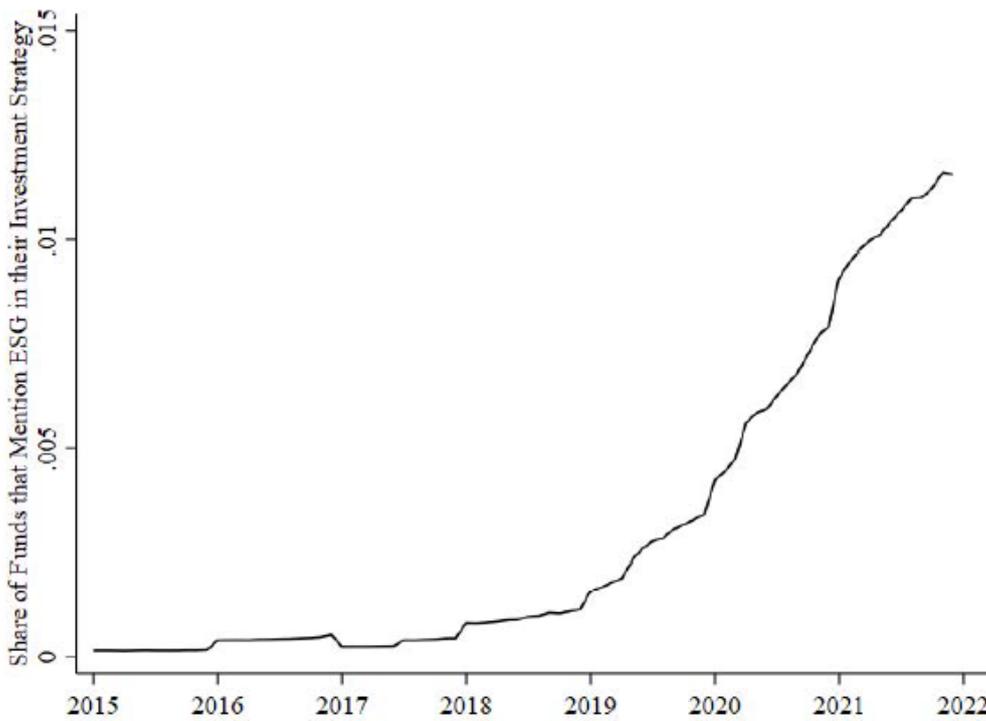


Figura 9. Quota di fondi indicizzati che menzionano "ESG" all'interno della loro strategia di investimento. La quota è calcolata ponderata per il patrimonio del fondo. Fonte: Baker et al.

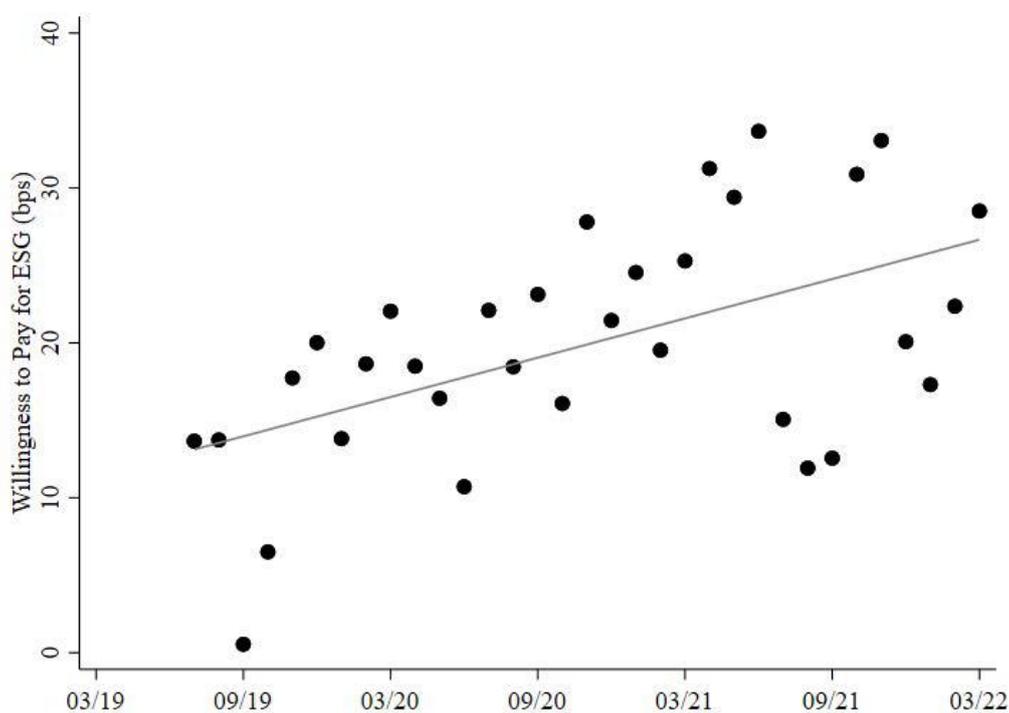


Figura 10. Analisi sulla disponibilità di un investitore a pagare per investimenti ESG (nel caso in cui la preferenza possa cambiare di mese in mese). Fonte: Baker et al.

Dalla Figura 12. È possibile notare come la propensione agli investimenti ESG da parte di un investitore stia migliorando progressivamente nel corso del tempo, sintomo di come la sensibilità e l'interesse sulla tematica della sostenibilità siano in costante aumento.

## 2.6 L'impatto e i rischi del cambiamento climatico sui portafogli di investimento

Le prove dell'aumento delle temperature e i rinnovati sforzi politici per ridurre le emissioni di CO<sub>2</sub> sollevano la questione se le emissioni di carbonio rappresentino oggi un rischio materiale per gli investitori che può riflettersi nei rendimenti azionari e nelle partecipazioni di portafoglio (Bolton et al. 2019).

Due importanti sviluppi recenti, in particolare, suggeriscono che questo potrebbe essere il caso. In primo luogo, l'accordo sul clima COP 21 di Parigi del dicembre 2015, con 195 firmatari che si sono impegnati a limitare il riscaldamento globale ben al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali. In secondo luogo, il crescente impegno del settore finanziario nei confronti del cambiamento

climatico, in gran parte a seguito dell'invito rivolto agli attori non governativi a unirsi alla lotta contro il cambiamento climatico alla COP 21.

Gli investitori istituzionali monitorano sempre più le emissioni di gas serra delle società quotate e formano coalizioni come Climate Action 100+<sup>15</sup> per impegnarsi con le aziende a ridurre le loro emissioni di carbonio.

Principalmente interessate da questi vincoli sono le aziende con attività che generano elevate emissioni di CO<sub>2</sub>, o con attività legate ad aziende della catena del valore che hanno elevate emissioni di CO<sub>2</sub>. Tra le aziende più interessate si ritrovano quelle appartenenti al settore energetico. Alla luce di questi sviluppi, ci si aspetterebbe di vedere il rischio relativo alle emissioni di carbonio riflettersi nella sezione trasversale dei rendimenti azionari. Tuttavia, rimane comunque un notevole scetticismo sull'argomento sostenibilità.

La mancanza di consenso tra gli investitori istituzionali sul cambiamento climatico aumenta la possibilità che i rischi derivati dalle emissioni di carbonio non si riflettano sui prezzi delle attività finanziarie. Bolton et al. (2019) hanno cercato di scoprire se gli investitori richiedono un premio per il rischio di carbonio osservando come i rendimenti azionari variano con le emissioni di CO<sub>2</sub> tra aziende e settori.

Ci sono diversi modi in cui ci si potrebbe aspettare che le emissioni di CO<sub>2</sub> influenzino i rendimenti delle azioni. In primo luogo, poiché le emissioni di CO<sub>2</sub> sono legate all'uso di energia da combustibili fossili, i rendimenti sono influenzati dai prezzi dell'energia da combustibili fossili e dal rischio di prezzo delle materie prime. Allo stesso modo, le aziende con emissioni di CO<sub>2</sub> sproporzionatamente elevate possono essere esposte al rischio di prezzo del carbonio e ad altri interventi normativi per limitare le emissioni. Le aziende che dipendono maggiormente dall'energia fossile sono anche più esposte al rischio tecnologico derivante dall'energia rinnovabile a basso costo.

Un punto interessante da coprire è se le emissioni di carbonio siano percepite come un fattore di rischio sistematico. Le emissioni di carbonio potrebbero essere un fattore di rischio sistematico se gli interventi normativi previsti per ridurre le emissioni fossero applicati uniformemente a tutte le emissioni. Ad esempio, se venisse introdotta una tassa federale sul carbonio di grandi dimensioni, si tratterebbe di uno shock sistematico che colpirebbe tutte le società con emissioni significative.

---

<sup>15</sup> Climate Action 100+ è un'iniziativa guidata dagli investitori per garantire che le maggiori aziende emittenti di gas serra del mondo intraprendano le azioni necessarie sul cambiamento climatico

In alternativa, la maggior parte degli interventi normativi potrebbe essere introdotta in modo frammentario a livello statale, industriale e municipale. Allo stesso modo, i miglioramenti tecnologici nell'uso dell'energia rinnovabile potrebbero essere principalmente mirati a particolari operazioni o settori. In questo caso non ci si aspetterebbe che le emissioni di carbonio siano un fattore di rischio sistematico.

Una seconda ipotesi affrontata da Bolton et al. è che i mercati finanziari stiano valutando il rischio carbonio in modo inefficiente e che il rischio associato alle emissioni di carbonio sia sottovalutato. Il rischio di carbonio potrebbe dunque non essere completamente integrato dalla maggior parte degli investitori che guardano alle proiezioni dei flussi di cassa futuri ignorando le informazioni sul riscaldamento globale e i relativi rischi.

In realtà, gli scenari di flusso di cassa comunemente utilizzati dagli analisti finanziari non si riferiscono direttamente alle emissioni di carbonio e al loro possibile futuro riprezzamento. Uno studio di In, Park e Monk (2019) rileva che un portafoglio composto da azioni lunghe<sup>16</sup> di società a basse emissioni di carbonio e azioni corte<sup>17</sup> di società con emissioni elevate genera rendimenti anomali positivi.

In conclusione, dal paper “Do Investors Care about Carbon Risk?” di Bolton et al. risulta che le emissioni di carbonio influiscono in modo significativo e positivo sui rendimenti azionari. Esiste dunque un legame diretto tra la mitigazione dei cambiamenti climatici e la riduzione delle emissioni di carbonio. Sia attraverso la produzione dei loro beni e servizi, sia attraverso l'uso dei loro prodotti, le imprese sono influenzate in modo differenziato dalle politiche per ridurre le emissioni di carbonio e dagli shock tecnologici delle energie rinnovabili.

A subire tale fenomeno sono specialmente le imprese in cui le emissioni di carbonio sono maggiori. Il settore più interessato dalle precedenti considerazioni è naturalmente quindi quello energetico.

---

<sup>16</sup> In una posizione lunga (di acquisto), l'investitore spera che il prezzo salga. Un investitore in una posizione lunga trarrà profitto da un aumento del prezzo. Il tipico acquisto di azioni è un lungo acquisto di attività azionarie.

<sup>17</sup> Una posizione corta è l'esatto opposto di una posizione lunga. L'investitore spera e beneficia di un calo del prezzo del titolo.

### 3 ESG nel settore energetico

Il settore energetico è il settore principalmente interessato sul tema ESG. Le organizzazioni del settore petrolifero e del gas, così come quelle del settore delle energie rinnovabili, sono coinvolte in attività con un impatto ESG molto più delle organizzazioni in altri spazi. Per tale motivo, le analisi e gli studi condotti sulla sostenibilità sono più incisive in questo settore che in altri.

Non c'è dubbio che il settore energetico stia subendo un cambiamento e le organizzazioni che si adattano meglio a questo cambiamento sopravviveranno meglio di altre. Al centro della transizione del settore energetico c'è la richiesta di pratiche sicure e sostenibili. La sfida che ogni organizzazione del settore energetico deve affrontare è quella di cambiare le politiche aziendali e creare nuove strategie per far fronte ad uno sviluppo il più possibile ecologico e sostenibile. La transizione del settore energetico può essere ricondotta in primis alla richiesta di una decarbonizzazione globale. Se prima l'obiettivo di gran parte delle imprese del settore era quello di bruciare più combustibili fossili e creare sempre più energia, adesso il focus si concentra sullo studio e l'applicazione di strumenti e tecnologie capaci di generare energia pulita e sostenibile. Il ruolo che i governi di tutto il mondo stanno svolgendo nel desensibilizzare il pubblico all'uso dei combustibili fossili deve essere riconosciuto anche dal settore energetico. Gli investitori comprendono queste mutevoli dinamiche dei consumatori, sempre più sensibili al tema della sostenibilità, e prestano attenzione alle misure adottate in risposta. È necessario, dunque, che il sistema energetico si concentri sulla produzione di energia green e che presti attenzione agli indicatori ESG. Questi possono essere i punti chiave per la realizzazione di una strategia improntata al tentativo di adeguarsi alle mutevoli esigenze dei consumatori e conquistare la fiducia degli investitori.

Negli ultimi anni, infatti, gli investitori nel settore energetico stanno prestando particolare attenzione al percorso di sostenibilità intrapreso dalle diverse società. I punteggi e i rapporti ESG ricoprono un ruolo fondamentale nelle scelte di investimento e per i finanziamenti da concedere a una determinata azienda. Nel rispondere ai tempi che cambiano, dunque, le strategie adottate dalle imprese del settore dovrebbero coprire i fattori ambientali, sociali e di governance.

Le strategie impiegate per affrontare le questioni ambientali possono includere, ad esempio, l'applicazione della tecnologia nei sistemi di decarbonizzazione esistenti. È importante documentare e monitorare questo processo in continua evoluzione al fine di elaborare proiezioni future e valutarne la crescita. Le misure adottate nel percorso dedicato alla crescita sostenibile

dovrebbero essere in linea con le normative esistenti per rafforzare la fiducia dei vecchi investitori e incoraggiare l'entrata nel mercato dei nuovi.

Per quanto riguarda le questioni sociali, l'applicazione della tecnologia dovrebbe essere focalizzata sulla riduzione al minimo delle emissioni di carbonio. Le aziende del settore energetico vogliono investire in una forza lavoro guidata dagli obiettivi di energia pulita, rinnovabile e sostenibile. Una forza lavoro che comprende la transizione del settore sarà, infatti, dedicata allo sviluppo e all'implementazione di nuovi modelli di crescita.

Le questioni di governance di ESG potrebbero infine essere coperte mantenendo una sana relazione con gli stakeholder. Dovrebbero essere stabiliti canali di comunicazione adeguati e le parti interessate dovrebbero mostrarsi sempre più sensibili al tema della sostenibilità finanziaria.

I fattori ESG hanno spinto molte organizzazioni verso transizioni energetiche su molti fronti. Le compagnie energetiche sono attivamente impegnate in progetti carbon free con l'impegno di essere carbon free entro il 2050, tra cui molte major come Shell, BP e Repsol.

### **3.1 Rating ESG nel settore energetico**

Il seguente paragrafo farà riferimento alle analisi condotte da Patrycja Chodnicka-Jaworska (2022).

Dallo studio condotto dall'autrice polacca risulta che le misure ESG hanno un impatto significativo sui rating creditizi del settore energetico. Per analizzare l'impatto dei rating ESG sul merito creditizio delle imprese è stato utilizzato il metodo di scomposizione lineare proposto da Ferri et al. (1999).

Di seguito in Tabella 4. è possibile osservare il modello lineare di scomposizione rielaborato da Chodnicka-Jaworska (2022).

La Tabella 5. Fa invece riferimento alle misure ESG identificate da Refinitiv (Thomson Reuters). Le variabili prese in considerazione sono: il punteggio combinato ESG, il punteggio del pilastro ambientale, il punteggio del pilastro sociale e il punteggio del pilastro della corporate governance. Particolare importanza è da associare inoltre alla dimensione delle società da valutare, poiché le entità più grandi spesso ricevono indici ESG e rating di credito più elevati per via dell'acquisizione di alcune certificazioni relative alla sostenibilità.

Moody's Long-Term Issuer Rating		DBRS Long-Term Issuer Rating		Fitch Long-Term Issuer Rating	
Rating	Code	Rating	Code	Rating	Code
Aaa	100	AAA	100	AAA	100
Aa1	95	AA (high)	96	AA+	94.74
Aa2	90	AA	92	AA	89.47
Aa3	85	AA (low)	88	AA-	84.21
A1	80	A (high)	84	A+	78.95
A2	75	A	80	A	73.68
A3	70	A (low)	76	A-	68.42
Baa1	65	BBB (high)	72	BBB+	63.16
Baa2	60	BBB	68	BBB	57.89
Baa3	55	BBB (low)	64	BBB-	52.63
Ba1	50	BB (high)	60	BB+	47.37
Ba2	45	BB	56	BB	42.11
Ba3	40	BB (low)	52	BB-	36.84
B1	35	B (high)	48	B+	31.58
B2	30	B	44	B	26.32
B3	25	B (low)	40	B-	21.05
Caa1	20	CCC (high)	36	CCC	15.79
Caa2	15	CCC	32	CC	10.53
Caa3	10	CCC (low)	28	C	5.26
Caa	5	CC (high)	24	RD	-5
C	0	CC	20	D	-5
WR	-5	CC (low)	16	WD	-5
NULL	0	C (high)	12		
		C	8		
		C (low)	4		
		SD/D	-5		

Tabella 5. Scomposizione dei rating di credito degli emittenti a lungo termine di Moody's, Dominion Bond Rating Service e Fitch.  
Fonte: Chodnicka-Jaworska (2022)

<b>Nome della Variabile</b>	<b>Descrizione</b>	<b>Abbreviazione</b>
Punteggio combinato ESG	Il punteggio combinato ESG di Refinitiv è un punteggio aziendale complessivo basato sulle informazioni riportate nei pilastri ambientale, sociale e di corporate governance (punteggio ESG) con una sovrapposizione delle controversie ESG (azioni che vanno contro i principi ESG)	<b>ESG</b>
Punteggio del pilastro ambientale	Il pilastro ambientale misura l'impatto di un'azienda sui sistemi naturali viventi e non viventi, tra cui aria, terra e acqua, nonché ecosistemi completi. Riflette il modo in cui un'azienda utilizza le migliori pratiche di gestione per evitare i rischi ambientali e capitalizzare le opportunità ambientali al fine di generare valore per gli azionisti a lungo termine	<b>ESGE</b>
Punteggio del pilastro sociale	Il pilastro sociale misura la capacità di un'azienda di generare fiducia e lealtà con la sua forza lavoro, i clienti e la società attraverso l'uso delle migliori pratiche di gestione. È un riflesso della reputazione dell'azienda e della salute della sua licenza di operare, che sono fattori chiave nel determinare la sua capacità di generare valore per gli azionisti a lungo termine	<b>ESGS</b>
Punteggio del pilastro della corporate governance	Il pilastro della corporate governance misura la capacità dei sistemi e dei processi di un'azienda di garantire che i membri del consiglio di amministrazione e i dirigenti agiscano a lungo termine nel migliore interesse dei suoi azionisti. Riflette la capacità di un'azienda, attraverso l'uso delle migliori pratiche di gestione, di dirigere e controllare i propri diritti e responsabilità attraverso la creazione di incentivi, nonché controlli ed equilibri, al fine di generare valore per gli azionisti a lungo termine	<b>ESGG</b>

*Tabella 6. Descrizione delle misure ESG impiegate da Refinitiv. Fonte: Refinitiv*

Un' ulteriore analisi riguardo il tema ESG nel settore energetico è stata svolta da Chodnicka-Jaworska (2022) a proposito della correlazione tra le misure ESG. Per l'analisi sono stati utilizzati modelli di dati panel<sup>18</sup> logit<sup>19</sup> ordinati in cui i rating di credito degli emittenti a lungo termine delle società del settore energetico sono la variabile dipendente. I modelli Logit si basano sulla verifica dell'unità di probabilità, che viene poi trasformata nel suo valore di probabilità cumulativo da una distribuzione normale.

I risultati della ricerca hanno infine condotto l'autrice polacca alle seguenti conclusioni.

Gli indicatori ESG impattano i rating creditizi del settore energetico e sono significativi per i costi del capitale delle imprese. È stata inoltre osservata una maggiore influenza dei fattori ESG sui rating del credito durante la crisi COVID-19, rispetto a quella precedente alla situazione pandemica. Ciò conferma il ruolo crescente delle misure ESG nel mercato finanziario. Le analisi hanno anche confermato la dimensione delle imprese come fattore impattante per le misure ESG. Lo studio esalta l'importanza dei fattori ambientali, sociali e di governance che se valutati positivamente possono essere impiegati dalle imprese come strumento di marketing per promuovere una politica responsabile dal punto di vista ambientale e sociale e, di conseguenza, migliorare la propria reputazione nei confronti dei consumatori e degli investitori. Infine, la ricerca condotta da Chodnicka-Jaworska (2022) evidenzia come l'impatto degli indicatori ESG sui rating creditizi si diversifichi in base ai sottosectori del campo energetico. Secondo i dati estratti dall'agenzia di rating Moody's, ad esempio, l'influenza maggiore nel caso dei sottosectori del petrolio e del gas è data dai fattori ambientali, mentre per il sottosectore del carbone le imprese sono impattate maggiormente dagli indicatori di tipo S ( Social ).

Il focus sulla tematica ESG è dunque preponderante nel settore energetico, in questo campo, infatti, il raggiungimento di una crescita sostenibile è ormai divenuto una necessità al fine di mantenere il supporto e la fiducia di clienti e investitori. Le aziende del settore energetico che comprendono l'importanza dei fattori ESG saranno attrezzate per attrarre e trattenere il personale migliore, soddisfacendo al contempo le aspettative del mercato (Petroplan, 2021).

---

<sup>18</sup> La panel analysis (o analisi panel) è uno degli strumenti statistici più diffusi, specialmente nell'ambito economico. Essa, infatti, permette di trarre informazioni da dati panel, ossia da dataset composti da informazioni su più soggetti e per più periodi temporali.

<sup>19</sup> In statistica, il modello logit, noto anche come modello logistico o regressione logistica, è un modello di regressione non lineare utilizzato quando la variabile dipendente è di tipo dicotomico (binaria). L'obiettivo del modello è di stabilire la probabilità con cui un'osservazione può generare uno o l'altro valore della variabile dipendente; può inoltre essere utilizzato per classificare le osservazioni, in base alle caratteristiche di queste, in due categorie.

Al fine di rimanere competitive e investibili all'interno del mercato, è necessario che le imprese del settore energetico garantiscano i seguenti punti:

- Riduzione dei gas serra
- Gestione del flaring<sup>20</sup>
- Adesione alle nuove normative

Le principali aziende del settore hanno già adottato iniziative per ridurre il loro impatto ambientale e adeguarsi alle norme ESG. La compagnia petrolifera britannica BP, ad esempio, sta investendo 220 milioni di dollari in progetti solari per incentivare la transizione verso un futuro a basse emissioni di carbonio. In generale nel corso dell'ultimo quinquennio sono stati investiti quasi 60 miliardi di dollari in energie rinnovabili, idrogeno e tecnologie digitali.

### **3.2 L'impatto dei fattori ESG sugli investimenti in ambito energetico**

Se fino a qualche tempo fa gli investitori erano soliti esprimere giudizi solo sulla base della performance finanziaria, adesso gli obiettivi perseguiti non sono più focalizzati solo sul semplice profitto. Gli investitori sono, infatti, sempre più interessati ai dati non finanziari, tra cui il capitale intellettuale (IC), la responsabilità sociale delle imprese (CSR) e la sostenibilità.

È però necessario chiarire che gli investimenti responsabili, se non applicati in maniera corretta e nel lungo termine, possono portare a risultati finanziari inferiori. È necessario, dunque, sia sfruttare le opportunità che gestire i rischi ESG per raggiungere il pieno potenziale dell'integrazione sostenibile.

Poiché quindi gli investitori ad oggi prendono le loro decisioni di investimento in base a fattori non meramente finanziari, le imprese si sono interessate alla pubblicazione di informazioni non legate solo al mondo della finanza, bensì anche a tematiche riguardanti la sostenibilità e il capitale morale. I gestori patrimoniali e le banche, d'altro canto, possono incoraggiare le imprese a migliorare i propri standard di sostenibilità richiedendo un particolare livello di performance ESG prima di finanziare o investire (Zumente e Bistrova, 2021). In questo senso, le imprese sono sottoposte a pressioni indirette per rafforzare i loro sforzi di sostenibilità.

---

<sup>20</sup> Flaring è il processo mediante il quale il gas naturale viene bruciato in modo controllato durante l'estrazione del petrolio. Di solito il gas naturale viene catturato, ma quando ciò non è possibile viene bruciato, nel caso in cui tale procedimento non avvenga in maniera controllata è possibile che si vada incontro a situazioni di pericolo.

Secondo un sondaggio S&P condotto su 194 esperti di rischio di credito che lavorano in banche e altri istituti finanziari, l'86% degli intervistati ritiene che l'aumento della domanda degli investitori stia guidando l'integrazione dei fattori ESG nelle valutazioni del rischio di credito. L'83% degli intervistati concorda inoltre sul fatto che i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) svolgono un ruolo importante nella valutazione del rischio di credito (S&P Global Market Intelligence, 2020; Wanday e Ajour El Zein, 2022).

Dalle ricerche di Park e Oh (2022), emerge che i singoli investitori stanno diventando sempre più interessati agli investimenti ESG per due motivi: gli investimenti ESG, per cominciare, sostengono fortemente le pratiche di investimento etico; in secondo luogo, gli investimenti ESG sono visti come un modo per migliorare la performance dei portafogli gestiti, nonché un modo per aumentare i rendimenti e ridurre il rischio di portafoglio.

Secondo un sondaggio tra gli investitori istituzionali globali di EY, il 98% degli investitori istituzionali utilizza le variabili ESG per valutare la performance aziendale. Inoltre, il 43% degli intervistati ha affermato che la performance non finanziaria dell'azienda ha un impatto significativo nel processo decisionale di investimento (EY, 2020).

### **3.3 I rischi ESG nelle imprese del settore energetico**

In questo paragrafo saranno analizzate le tipologie di rischi ESG che impattano le imprese del settore energetico. A supporto di tali analisi saranno utilizzati dati provenienti dall'agenzia di rating Sustainalytics e osservazioni ricavate dagli studi di Wanday e Ajour El Zein (2022).

Sustainalytics stabilisce cinque livelli di complessità del rischio ESG che possono influenzare il valore aziendale di un'azienda. In questa scala di valutazione dei rischi ESG, i rating più bassi implicano un rischio non gestito ridotto, mentre i punteggi più alti una gestione non appropriata del rischio in questione; è una scala aperta con punteggio di partenza pari a zero (nessun rischio). Le aziende sono classificate in una delle suddette cinque categorie di rischio, sulla base dei loro punteggi quantitativi.

<b>Negligible</b>	<b>Low</b>	<b>Medium</b>	<b>High</b>	<b>Severe</b>
0–10	10–20	20–30	30–40	40+

*Tabella 7. Scala di valutazione dei rischi ESG. Fonte: Sustainalytics*

Nell'ambito dei rating di rischio ESG, un problema è considerato rilevante se si prevede che la sua esistenza o omissione nella rendicontazione finanziaria influisca sui giudizi di un investitore razionale. Affinché quindi un rischio sia considerato rilevante, è necessario che esso abbia un'implicazione relativamente significativa sul valore economico di un'azienda e, di conseguenza, sul suo profilo di rischio e rendimento finanziario dal punto di vista degli investimenti (Sustainalytics, 2022).

La società finanziaria Standard Chartered (2021) afferma la presenza di tre elementi costitutivi che devono essere presi in considerazione quando si tratta di valutare il punteggio complessivo dei rischi ESG di un'azienda.

Il primo elemento riguarda il corpo societario, che rappresenta circa il 20% del punteggio totale di rischio non gestito di un'azienda. Si riferisce alle politiche e alle procedure che governano e controllano le operazioni aziendali che possono includere, tra gli altri, l'etica aziendale e la gestione del rischio. Si tratta di un elemento importante in quanto aiuta a mitigare rischi quali riciclaggio di denaro, scandali di frode, corruzione e molti altri.

Il secondo elemento costitutivo sono le questioni materiali. All'interno di questo elemento sono incorporate le questioni relative all'ambiente, alla gestione del capitale umano, alla salute e alla sicurezza. Si può dire che in realtà non tutte le questioni ESG siano correlate alla performance finanziaria; tuttavia, riconoscere le principali preoccupazioni ESG è fondamentale per gli investitori.

Il terzo e ultimo elemento costitutivo sono i rischi ESG idiosincratici. Questi problemi sono imprevedibili e riguardano investimenti specifici. È l'opposto del rischio sistematico, non riguarda perciò un solo mercato o un solo campo di competenza; pertanto, sono rischi che potrebbero verificarsi in qualsiasi azienda di qualsiasi settore.

<b>Environmental (E) index</b>	<b>Social (S) index</b>	<b>Governance (G) index</b>
GHG Emissions	Labour management	Board diversity
Material sourcing	Health and Safety	Executive Pay
Toxicity and waste production	Customer privacy	Corruption free
Opportunities in renewable energy	Selling practices and product labelling	Tax transparency

*Tabella 8. Fattori ESG rilevanti nel settore energetico. Fonte: Wanday e Ajour El Zein (2022)*

## **4 Analisi empirica degli indicatori ESG nel settore energetico**

L'obiettivo del seguente capitolo è quello di mostrare evidenze empiriche riguardo l'impatto dei fattori ESG nel settore energetico.

A tal proposito è necessario individuare un campione di imprese operanti nel settore di interesse, studiarne gli indicatori ESG e discutere gli impatti che essi hanno sulle performance aziendali. Le analisi saranno effettuate avvalendosi dei dati di due delle principali agenzie di rating, già citate nel paragrafo 2.2.3 dell'elaborato, Refinitiv e MSCI.

### **4.1 Il campione**

Il settore energetico è un campo vastissimo, per tale motivo è importante che il campione di imprese da analizzare sia scelto secondo criteri ben precisi.

Allo scopo di realizzare delle analisi e dei confronti il più possibile consistenti, si è entrati maggiormente nel dettaglio individuando due sottosectori. Sarà dunque studiato un campione di imprese operanti principalmente nel sottosectore del petrolio e del gas naturale, e un campione di società operanti principalmente nel sottosectore dell'elettrico e delle Utilities.

Data la vastità del settore, si è inoltre deciso di considerare le quattro maggiori aziende mondiali operanti nel petrolio e nel gas naturale, mentre per quanto riguarda il sottosectore dell'elettrico e delle Utilities sono state selezionate soltanto imprese appartenenti all'area geografica dell'Europa continentale.

Un altro punto che si è deciso di considerare nella creazione del campione riguarda la dimensione delle aziende. Come già espresso nei precedenti capitoli, infatti, la dimensione delle aziende è una variabile impattante nell'analisi dei fattori ESG di un'impresa. Proprio per tale motivo, dunque, l'obiettivo è stato quello di realizzare un campione il più possibile omogeneo dal punto di vista delle dimensioni aziendali.

Di seguito il campione di società che sarà analizzato con le suddette classificazioni.

Imprese operanti nel settore del petrolio e del gas:

- Shell PLC
- BP PLC

- TotalEnergies
- Exxon Mobil Corp

Imprese operanti nel settore dell'elettrico:

- Enel
- Engie SA
- E.ON SE
- EDF
- Iberdrola

I dati presenti in Tabella 8. e nei successivi sottoparagrafi sono stati reperiti dalla banca dati di Refinitiv Eikon. Tali dati fanno riferimento all'anno fiscale terminato il 31 dicembre 2021.

#### **4.1.1 Shell PLC**

La Shell plc (in passato Royal Dutch Shell plc / Koninklijke Nederlandse Shell NV) è una multinazionale britannica operante nel settore petrolifero, nell'energia e nella petrolchimica.

L'azienda presenta al 31 dicembre 2021 un fatturato di 261.5 miliardi di dollari con un utile di 20.6 miliardi di dollari. Ad oggi i dipendenti di Shell ammontano a un totale di 82,000 dipendenti circa (2022).

Shell plc opera come società energetica e petrolchimica in Europa, Asia, Oceania, Africa, Stati Uniti e Resto delle Americhe. L'azienda opera attraverso i segmenti Integrated Gas, Upstream, Marketing, Chemicals and Products, Renewables and Energy Solutions. Esplora ed estrae petrolio greggio, gas naturale e liquidi di gas naturale; commercializza e trasporta petrolio e gas; produce combustibili da gas a liquidi e altri prodotti; e gestisce le infrastrutture necessarie per fornire il gas al mercato. La società, inoltre, si occupa di gas naturale, gas naturale liquefatto (GNL), petrolio greggio, elettricità, diritti di emissione di carbonio. Commercializza e vende GNL come carburante per veicoli pesanti e navi marittime e raffina petrolio greggio e altre materie prime, come carburanti a basse emissioni di carbonio, lubrificanti, bitume, zolfo, benzina, gasolio, gasolio da riscaldamento, carburante per aviazione e carburante per navi; produce e vende prodotti petrolchimici per uso industriale; e gestisce le attività relative alle sabbie bituminose. Negli ultimi

anni Shell si è interessata anche al settore delle energie alternative con investimenti nel solare, nell'eolico e nell'idrogeno (Yahoo Finance).

Come è possibile leggere nel sito ufficiale della società, "Shell mira a soddisfare il crescente bisogno mondiale di soluzioni energetiche sempre più pulite in modi economicamente, ambientalmente e socialmente responsabili". (sito ufficiale Shell PLC)

Negli anni però non sono mancate le critiche nei confronti dell'azienda per questioni ambientali e relative ai diritti umani, specialmente in Sudafrica e Nigeria.

Nel 2021 Shell ha fatto partire un progetto costituito da test sismici ed esplorazioni petrolifere a largo della incontaminata Wild Coast. Ciò ha provocato numerose proteste da parte di ambientalisti e associazioni ecologiste, tra cui Greenpeace, preoccupati per gli animali marini dell'area e soprattutto per l'impatto sulla migrazione delle balene, fino a quando il 28 dicembre del 2021 l'Alta Corte di Grahamstown ha comunicato alla Royal Dutch Shell l'ordine di sospendere le attività lungo la Wild Coast al fine di proteggere i diritti delle comunità locali.

Per quanto riguarda invece le controversie in Nigeria, Shell plc è stata accusata nel corso degli anni prima di essere stata complice delle campagne violente mosse dal governo nigeriano nell'Ogoniland, che portarono alla morte di 80 persone e alla distruzione di centinaia di abitazioni, e poi di aver riversato nel Delta del Niger, tra il 2004 e il 2007, ingenti quantità di petrolio. Ad inizio 2021 la Corte d'appello dell'Aia ha dichiarato colpevole la filiale nigeriana della Shell, ritenendola responsabile di danni ambientali e condannandola a pagare un risarcimento agli abitanti dei villaggi coinvolti.

Naturalmente nel tempo Shell ha investito molto sulla sostenibilità avviando progetti *Green* o basati sull'inclusività. Nel febbraio 2021, l'azienda ha annunciato "Powering Progress", una iniziativa che definisce la strategia di Shell per accelerare la transizione delle attività verso le emissioni zero. Powering Progress ha lo scopo di integrare la sostenibilità con la strategia aziendale di Shell PLC.

Il progetto presenta quattro obiettivi principali:

- Generare valore per gli azionisti
- Raggiungere un tasso di emissioni nette pari a zero
- Rispettare la natura

- Sostenere una società inclusiva

#### **4.1.2 BP PLC**

La BP plc, originariamente Anglo-Persian Oil Company, in passato anche British Petroleum, è una società del Regno Unito operante nel settore energetico e soprattutto del petrolio e del gas naturale.

L'azienda ha raggiunto alla fine del 2021 un fatturato pari a 157.7 miliardi di dollari con un utile netto di 7.5 miliardi di dollari. I dipendenti di BP PLC sono ad oggi 65,900 (2022).

BP opera nel settore dell'energia in tutto il mondo. Opera attraverso i segmenti Gas & Low Carbon Energy, Oil Production & Operations, Customers & Products e Rosneft. Produce e commercializza gas naturale, offre biocarburanti, gestisce energia eolica onshore e offshore e impianti di generazione di energia solare. Fornisce, inoltre, soluzioni e servizi di decarbonizzazione, come la cattura e lo stoccaggio di idrogeno e carbonio (Yahoo Finance).

Come per Shell plc, anche in questo caso sul sito ufficiale dell'azienda viene rimarcata la sensibilità della società al tema della sostenibilità. "In BP, forniamo calore, luce e mobilità ai clienti di tutto il mondo, con l'obiettivo di reinventare l'energia per le persone e il pianeta e l'ambizione di diventare un'azienda net zero entro il 2050 o prima."(sito ufficiale BP PLC).

Nonostante ciò, BP PLC è stata al centro di numerose critiche e controversie, sia per la sua partecipazione alla costruzione dell'oleodotto Baku-Tbilisi-Ceyhan, sia per il disastro ambientale avvenuto nell'aprile 2010 nella piattaforma petrolifera Deepwater Horizon, situata nel golfo del Messico, a causa del quale vennero rilasciati in mare circa 500 milioni di litri di petrolio. L'evento è ritenuto essere il più grande sversamento di petrolio mai avvenuto nelle acque statunitensi ed è, ancora oggi, uno dei maggiori disastri ambientali mai avvenuti.



Figura 11. Un pellicano bruno ricoperto di petrolio nei pressi di Grande-Terre Island, in Louisiana, il 4 giugno 2010. Foto di Win McNamee. Fonte: Getty Images

In quella occasione, oltre alla perdita di un numero inestimabile di mammiferi marini, tartarughe di mare, uccelli e pesci, persero la vita undici operai che lavoravano sulla piattaforma.

Negli ultimi anni però BP non è stata al centro solo di casi di controversie ESG. La società si sta infatti impegnando nella ricerca di un *modus operandi* il più possibile incline alla sostenibilità. Come riportato sul sito ufficiale dell'azienda, BP ha fissato degli obiettivi per ogni area di interesse: dieci obiettivi per portare l'azienda britannica a un tasso di emissioni pari a zero, cinque obiettivi per migliorare la vita delle persone, cinque obiettivi per impegnarsi a rispettare maggiormente il pianeta.

Di seguito una breve panoramica per ognuno dei suddetti obiettivi:

1. raggiungere un tasso di emissioni netto pari a zero per tutte le attività operative dell'azienda entro il 2050 o prima.
2. raggiungere un tasso di emissioni netto pari a zero per tutte le produzioni di petrolio e gas naturale dell'azienda entro il 2050 o prima.
3. raggiungere un tasso di emissioni netto pari a zero per tutti i prodotti energetici venduti entro il 2050 o prima.
4. installare la misurazione del metano in tutti i principali siti di lavorazione di petrolio e gas dell'azienda entro il 2023, pubblicare i dati e quindi ridurre del 50% l'intensità di metano delle operazioni di BP.

5. aumentare la percentuale di investimenti effettuati per le attività dell'azienda che non sono correlate con la produzione del petrolio e del gas.
6. sostenere più attivamente le politiche a sostegno dell'azzeramento netto delle emissioni, compresa la tassazione del carbonio.
7. incentivare la forza lavoro dell'azienda a raggiungere gli obiettivi di sostenibilità fissati e mobilitarli affinché diventino sostenitori della tematica ESG. Ciò includerà l'allocazione di una percentuale della remunerazione basata sulla riduzione delle emissioni per la leadership e per circa 22.000 dipendenti.
8. creare nuove aspettative per i rapporti dell'azienda con le associazioni *Eco-Green* in tutto il mondo.
9. farsi riconoscere come leader del settore per la trasparenza dei report.
10. fornire soluzioni integrate di energia pulita e mobilità.
11. sviluppare energia pulita per il sostentamento di oltre 36 milioni di persone.
12. sostenere una transizione energetica giusta che promuova i diritti umani e l'istruzione.
13. aiutare più di 1 milione di persone a costruire mezzi di sussistenza sostenibili.
14. sostenere una maggiore diversità, equità e inclusione per la forza lavoro e i clienti di BP.
15. migliorare la salute e il benessere di dipendenti, appaltatori e comunità locali.
16. avere un impatto positivo attraverso per ripristinare, mantenere e migliorare la biodiversità dei luoghi in cui l'azienda opera.
17. diventare *water positive* entro il 2035, ovvero BP si impegna a immettere più acqua nelle aree in cui opera rispetto a quanto ne estrae.
18. promuovere soluzioni basate sulla natura e consentire soluzioni climatiche naturali certificate.
19. sbloccare nuove fonti di valore attraverso la circolarità.
20. sviluppare una catena di approvvigionamento più sostenibile.

### **4.1.3 Total Energies SE**

TotalEnergies, precedentemente Total, è una compagnia petrolifera francese, fondata nel 1924 e con sede a Courbevoie, in Francia.

L'impresa presenta un fatturato pari a 184.6 miliardi di euro (2021) e un utile netto di 16 miliardi. Alla fine del 2022 gli impiegati di TotalEnergies ammontano a 101,309 (2022).

TotalEnergies SE opera come compagnia petrolifera e del gas in tutto il mondo. La società opera attraverso quattro segmenti:

- “Integrated Gas, Renewables & Power”;
- “Exploration & Production”;
- “Refining & Chemicals”;
- “Marketing & Services”.

Il segmento “Integrated Gas, Renewables & Power” si occupa delle attività di produzione, spedizione, trading e rigassificazione di gas naturale liquefatto, commercio di gas di petrolio liquefatto (GPL), gas naturale ed elettricità. Il segmento si interessa inoltre del trasporto di gas naturale e della produzione di energia elettrica da fonti di gas naturale, eolico, solare, idroelettrico e biogas. Il segmento “Exploration & Production” è coinvolto nelle attività di esplorazione e produzione di petrolio e gas naturale. Il segmento “Refining & Chemicals” si occupa della raffinazione di prodotti petrolchimici, comprese olefine e aromatici. Questo segmento è anche coinvolto nel commercio e nella spedizione di petrolio greggio e prodotti petroliferi. Il segmento “Marketing & Services” produce e vende lubrificanti, fornisce e commercializza prodotti petroliferi, tra cui carburante sfuso, carburante per aviazione e marittimo, gas naturale compresso, GPL e bitume (Yahoo Finance).

“TotalEnergies pone lo sviluppo sostenibile in tutte le sue dimensioni al centro della sua strategia, dei suoi progetti e delle sue operazioni per contribuire al benessere delle persone e mira a essere un punto di riferimento per l'approvazione degli Obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite.

TotalEnergies si sta trasformando per reinventare l'energia e diventare un attore di livello mondiale nella transizione energetica, impegnato a raggiungere lo zero netto entro il 2050, insieme alla società.” (sito ufficiale TotalEnergies)

Anche la Total Energies è stata accusata negli anni di controversie. Nel dicembre 2022, la società è infatti stata citata in giudizio da un gruppo di ONG con l'accusa di aver violato la legge in materia di diritti umani e ambiente.

In linea con le aziende esaminate precedentemente, anche TotalEnergies punta a raggiungere le zero emissioni nette entro il 2050.

La sua strategia per raggiungere questo obiettivo è quella di diventare un'azienda multienergetica, con un mix energetico che includa in particolare l'elettricità verde. TotalEnergies individua 3 ambiti denominandoli Scope 1, Scope 2, Scope 3.

Lo Scope 1 corrisponde alle emissioni dirette dell'azienda, come il metano o la CO2 emessi durante le sue attività.

Lo Scope 2 corrisponde alle emissioni indirette associate ai consumi energetici dell'azienda. La produzione di energia elettrica, ad esempio, genera emissioni di gas serra.

Lo Scope 3 corrisponde alle altre emissioni indirette dell'azienda, come quelle associate all'utilizzo dei suoi prodotti da parte dei consumatori finali.

Allo scopo di ridurre le emissioni, una delle iniziative di TotalEnergies è quella di utilizzare l'elettricità verde proveniente da progetti di parchi solari in Spagna per coprire tutto il fabbisogno energetico dei suoi siti industriali, commerciali e amministrativi in Europa.

#### **4.1.4 Exxon Mobil Corp.**

La Exxon Mobil Corporation è una delle principali compagnie petrolifere statunitensi di importanza mondiale ed operante sul mercato europeo coi marchi Esso e Mobil. È il risultato della fusione tra Exxon e Mobil, effettuata il 30 novembre del 1999. Considerando fatturato, profitti e capitalizzazione di borsa, è il secondo più grande attore del mercato petrolifero mondiale, dopo Shell, superando BP e TotalEnergies.

Alla fine del 2021 il fatturato dell'impresa risulta essere di circa 276.7 miliardi di dollari con un utile netto di 23 miliardi. I dipendenti assunti sono 63,000 (2022).

Exxon produce petrolio greggio e gas naturale negli Stati Uniti e a livello internazionale. L'azienda è anche coinvolta nella produzione, commercio, trasporto e vendita di petrolio greggio, gas naturale, prodotti petroliferi, prodotti petrolchimici e altri prodotti speciali. Inoltre, produce e vende prodotti petrolchimici e cattura e immagazzina carbonio, idrogeno e biocarburanti (Yahoo Finance).

La società professa il proprio impegno nella tematica della sostenibilità: "Exxon Mobil sta lavorando per creare soluzioni sostenibili che migliorino la qualità della vita e soddisfino le

esigenze in continua evoluzione della società. Intendiamo farlo in modi che aiutino a proteggere le persone, l'ambiente e le comunità in cui operiamo.” (sito ufficiale Exxon Mobil Corp.)

In realtà Exxon Mobil è spesso stata accusata di violazioni dei diritti umani e di illeciti ambientali. Sotto sono riportati due tra i casi di controversie ESG che hanno più compromesso la reputazione dell'azienda in ambito ESG e che hanno avuto luogo ad Aceh e in Ohio.

Le violazioni dei diritti umani ad Aceh, in Indonesia, si sono verificate alla fine degli anni '90 e all'inizio degli anni 2000. In quegli anni la Exxon Mobil assunse unità militari indonesiane per sorvegliare il loro giacimento di gas di Arun ma che, nel mentre, rasero al suolo una moltitudine di villaggi locali. La società nega queste accuse; la sua principale difesa è che le violazioni dei diritti umani che si stavano verificando non erano il risultato di una specifica intenzione dell'organizzazione e che pertanto non possa essere ritenuta responsabile. Nel luglio 2022, un tribunale distrettuale degli Stati Uniti ha negato le mozioni di Exxon Mobil di archiviare il caso.

Per quanto riguarda invece il disastro ambientale in Ohio, tra febbraio e marzo del 2018 presso una sede di stoccaggio di metano di proprietà di Exxon Mobil è avvenuta una grossa perdita di gas che ha impattato in maniera pesante l'effetto serra e di conseguenza l'innalzamento della temperatura globale. L'analisi dei dati satellitari ha rivelato che la fuga di gas, mediaticamente poco nota, è stata una delle più significative mai verificatesi nel paese.

Nonostante i numerosi casi di controversie ESG per cui l'azienda è stata accusata, è doveroso riportare anche le iniziative sostenibili che Exxon Mobil ha portato avanti nel corso degli ultimi anni. Uno di questi progetti sostenibili riguarda ad esempio gli impatti che le attività dell'impresa hanno sugli animali marini. Sebbene non ci siano stati casi in cui il suono prodotto dall'esplorazione di petrolio e gas abbia danneggiato i mammiferi marini, Exxon Mobil adotta numerose misure di mitigazione nelle sue operazioni sismiche per ridurre al minimo i potenziali impatti negativi su di essi. Inoltre, l'azienda, insieme agli appaltatori geofisici, conduce studi ambientali e valutazioni del rischio prima di intraprendere eventuali attività e le misure di mitigazione sono attentamente progettate e implementate per affrontare le condizioni ambientali specifiche del sito di ciascuna operazione.

#### **4.1.5 Enel**

Enel S.p.A. (originariamente ENEL, acronimo di Ente Nazionale per l'energia Elettrica) è una multinazionale italiana dell'energia e uno dei principali operatori integrati globali nei settori dell'energia elettrica e gas. L'impresa nasce nel 1962 a Roma dalla fusione di oltre mille produttori di energia.

Al 31 dicembre 2021 il fatturato dell'impresa ammonta a 84 miliardi di euro e un utile netto di 3.2 miliardi di euro. I dipendenti di Enel sono al 31 dicembre 2022 pari a 66,279.

Enel genera, distribuisce, acquista, trasporta e vende energia elettrica e trasporta e commercializza gas naturale. Fornisce GNL oltre a progettare, sviluppare, costruire e gestire impianti di generazione e reti di distribuzione. La società è inoltre coinvolta in varie attività, come l'ingegneria energetica e delle infrastrutture, si occupa di ricerca e sviluppo nelle scienze e nell'ingegneria e fornisce test, ispezioni e certificazioni varie. Infine, l'azienda offre servizi di pubblica illuminazione e si occupa della mobilità elettrica. Gestisce impianti rinnovabili, eolici, termici, idroelettrici, nucleari, fotovoltaici e geotermici. (Yahoo Finance)

Dal 2008, con l'investimento in Enel Green Power, la società ha accelerato i suoi sforzi per il raggiungimento di uno status più sostenibile.

“Abbiamo intensificato i nostri investimenti in digitalizzazione, mobilità elettrica, economia circolare e decarbonizzazione. Oggi il nostro approccio sostenibile alla creazione di valore condiviso a lungo termine sta guidando la transizione energetica. Puntiamo a continuare a trovare strumenti nuovi e innovativi per contribuire a una crescita positiva, senza mai perdere di vista il futuro della nostra società.” (Sito ufficiale Enel).

In realtà non mancano i casi di controversie ESG che vedono come protagonista Enel.

Nel 2014, ad esempio, la società è stata condannata a un risarcimento da 3,6 miliardi per il danno ambientale e sanitario causato dalle emissioni, ritenute inquinanti, della centrale Enel “Polesine Camerini” di Porto Tolle avvenute fino al 2005.

#### **4.1.6 Engie SA.**

Engie SA., precedentemente GDF Suez, è un gruppo globale di energia e servizi fondato nel 1880 con sede in Francia.

Il fatturato di Engie SA. è di 57.8 miliardi di euro con un utile netto di 3.6 miliardi. I dipendenti assunti sono al 31 dicembre 2022 pari a 171,474.

ENGIE SA opera nel settore dell'energia elettrica, del gas naturale e dei servizi energetici. Opera attraverso i segmenti: Rinnovabili, Network, Soluzioni Energetiche, Termico, Fornitura, Nucleare e Altri. Il segmento "Rinnovabili" comprende le attività di generazione di energia rinnovabile, tra cui il finanziamento, la costruzione, il funzionamento e la manutenzione di impianti di energia rinnovabile che utilizzano varie fonti energetiche, come l'idroelettrico, l'eolico onshore e offshore, il solare fotovoltaico, la biomassa e il geotermico. Il segmento "Network" comprende le attività e i progetti relativi alle infrastrutture elettriche e del gas, tra cui la gestione e lo sviluppo delle reti di trasporto del gas e dell'energia elettrica e delle reti di distribuzione del gas naturale all'interno e all'esterno dell'Europa. Le "Soluzioni Energetiche" comprendono la costruzione e la gestione di reti energetiche decentralizzate per la produzione di energia a basse emissioni di carbonio e servizi correlati. Il segmento "Termico" comprende le attività di generazione di energia elettrica mediante centrali elettriche alimentate prevalentemente a gas o carbone. Il segmento "Fornitura" si occupa della vendita di gas ed elettricità a clienti professionali, privati e residenziali. Infine, il segmento "Nucleare" si occupa delle attività di generazione di energia nucleare (Yahoo Finance).

Guidato dal suo scopo di "agire per accelerare la transizione verso un'economia a emissioni zero", ENGIE continua ad attuare la sua strategia per diventare il leader nella transizione energetica e climatica. A febbraio 2020, il Gruppo ha definito 19 nuovi obiettivi per il 2030 al fine di monitorare il più possibile le proprie performance di CSR. Questi obiettivi sono pienamente in linea con i 17 obiettivi di sviluppo sostenibile fissati dalle Nazioni Unite per il 2030 (sito ufficiale Engie SA.).

Nonostante quanto dichiarato dalla società non sono mancate nel corso degli anni accuse, nei confronti della stessa, di corruzione e abuso d'ufficio.

#### **4.1.7 E.ON SE**

E.ON SE è una società europea del settore energetico con sede dal 2016 a Essen, in Germania, dopo essere stata fondata nel 2000 a Düsseldorf. È il maggior produttore di elettricità tedesco.

Il fatturato alla fine del 2021 è di 77.7 miliardi di euro, mentre l'utile netto ammonta a 4.7 miliardi di euro. Gli impiegati attuali (dati di fine dicembre 2022) di E.ON.SE sono 69,733.

L'azienda opera attraverso due segmenti, "Energy Networks" e "Customer Solutions". Il segmento Energy Networks gestisce reti di distribuzione di elettricità e gas, oltre a fornire servizi di manutenzione, riparazione e servizi correlati. Il segmento Customer Solutions fornisce elettricità, gas e calore, nonché prodotti e servizi che migliorano l'efficienza energetica. Inoltre, la società gestisce, genera e smantella centrali nucleari in Germania e Turchia (Yahoo Finance).

L'azienda è fortemente impegnata nella transizione energetica: "Stiamo decisamente portando avanti la transizione energetica in Europa e ci impegniamo per la sostenibilità, la protezione del clima e il futuro del nostro pianeta. E queste non sono solo parole: agiamo, invece di fare solo promesse. Facciamo strada, non solo seguiamo. Facciamo affidamento sul potere della comunità e non sugli interessi individuali." (sito ufficiale E.ON SE)

#### **4.1.8 EDF**

Électricité de France S.A. (in acronimo EDF) è la maggiore azienda produttrice e distributrice di energia in Francia. Si occupa della generazione e della vendita di energia alle industrie, alle autorità locali e ai consumatori residenziali. Inoltre, EDF gestisce la rete di distribuzione pubblica a bassa e media tensione e si occupa della rete di trasmissione dell'energia elettrica. (Refinitiv)

A fine 2021 il fatturato di EDF è di 84.5 miliardi di euro, l'utile netto ammonta a 5.1 miliardi di euro. Gli impiegati dell'azienda sono, al 31 dicembre 2022, pari a 163,423.

L'azienda produce elettricità attraverso impianti nucleari, a combustibili fossili, idroelettrici, solari, eolici, a biomasse, a biogas, termici e di cogenerazione, fornisce servizi e produce attrezzature e combustibile per reattori nucleari. Inoltre, la società è coinvolta in attività di commercio di materie prime e fornitura di servizi energetici (Yahoo Finance).

Per quanto riguarda le controversie ESG, varie agenzie di rating valutano negativamente EDF per via delle condizioni lavorative a cui sono soggetti gli impiegati della società.

#### **4.1.9 Iberdrola**

Iberdrola è un'azienda spagnola specializzata nella produzione, distribuzione e commercializzazione di energia elettrica e gas naturale. La direzione generale della società è

situata a Bilbao, in Spagna. Iberdrola è uno fra i maggiori produttori di energia elettrica al mondo ed è leader mondiale nella produzione di energia eolica.

Il fatturato dell'azienda è di 39 miliardi di euro con un utile netto di 3.9 miliardi di euro (2021). Il numero totale di dipendenti ammonta al 31 dicembre 2022 a 40,543.

Iberdrola, S.A. si occupa della generazione, trasmissione, distribuzione e fornitura di elettricità in Spagna e a livello internazionale. Produce e commercializza energia elettrica utilizzando fonti rinnovabili, come eolico onshore e offshore, idroelettrico, solare fotovoltaico, gas a ciclo combinato, nucleare e biomasse, nonché attraverso l'installazione di batterie. La società si occupa anche di acquisto e vendita di energia elettrica e gas sui mercati all'ingrosso, sviluppo di progetti di idrogeno verde e distribuzione e vendita di gas (Yahoo Finance).

Per quanto riguarda il ruolo di Iberdrola nel processo di transizione energetica, l'azienda ha instaurato un piano di investimenti per il biennio 2023-25 con lo scopo di promuovere un sistema sicuro, pulito e competitivo. Il gruppo Iberdrola ha inoltre incorporato gli obiettivi di sviluppo sostenibile approvati dalle Nazioni Unite nel settembre 2015 nella sua strategia aziendale e nel suo sistema di governance e sostenibilità.

	<b>ROA</b>	<b>EBITDA Margin</b>	<b>ROE</b>	<b>Valore di mercato (mld \$)</b>
<b>Shell PLC</b>	5.27%	20.81%	12.3%	\$210,69
<b>BP PLC</b>	3.06%	21.99%	10.3%	\$117,47
<b>TotalEnergies</b>	5.85%	21.69%	14.9%	\$152,8
<b>Exxon Mobil Corp.</b>	7.01%	15.74%	14.1%	\$444,26
<b>Enel</b>	2.08%	19.78%	11%	\$57,72
<b>Engie.SA</b>	1.94%	18.12%	10.9%	\$36,25
<b>E.ON.SE</b>	4.93%	(7.31%)*	55.3%	\$28,55
<b>EDF</b>	1.26%	19.68%	10.7%	\$50,68
<b>Iberdrola</b>	3.32%	29.58%	10.3%	\$70,62

Tabella 9. Indicatori di performance aziendale del campione analizzato al 31.12.21. Fonte: Refinitiv Eikon

\*valore negativo

La Tabella 9. e i precedenti sottoparagrafi hanno il compito di fornire una panoramica della situazione attuale delle imprese incluse nel campione esaminato. Da tali analisi è possibile notare come le imprese dei due sottosettori siano tra loro confrontabili dal punto di vista della dimensione. Seppur, infatti, ci siano alcune imprese con fatturato e numero di dipendenti assai maggiore rispetto ad altre (vedi Enel e Iberdrola ad esempio), le performance aziendali sono comunque confrontabili.

Ne segue dunque che il campione risulta essere idoneo ad un confronto tra le imprese che ne fanno parte e che sono state individuate in base a sottosettore, area geografica e dimensione.

## **4.2 Dati e metodologie**

Le analisi che saranno effettuate nei successivi paragrafi si avvarranno del supporto di due tra le principali agenzie di rating: Refinitiv e MSCI.

Nonostante tali società siano state già analizzate nell'elaborato (paragrafo 2.2.3.), è utile approfondire alcune dinamiche fondamentali per l'analisi del campione individuato; in particolare le metodologie e le scale di valutazione impiegate.

Tali elementi differiscono, infatti, in base all'agenzia di rating considerata e ciò provoca divergenze nella valutazione finale degli indicatori ESG.

### **4.2.1 Refinitiv**

Le informazioni del paragrafo sono state elaborate facendo riferimento al paper "Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv" pubblicato dall'agenzia di rating sul proprio sito ufficiale a maggio 2022.

Refinitiv offre uno dei database ESG più completi del settore, che copre oltre l'85% della capitalizzazione di mercato globale, con oltre 630 diverse metriche ESG e un archivio storico ventennale.

I punteggi ESG di Refinitiv sono progettati per misurare in modo trasparente e oggettivo le prestazioni, l'impegno e l'efficacia ESG relativi di un'azienda, sulla base dei dati riportati

dall'azienda. Gli indicatori ESG coprono dieci temi principali, tra cui emissioni, innovazione di prodotto ambientale, diritti umani, azionisti e così via.

Refinitiv offre inoltre un punteggio ESG combinato (ESGC) complessivo, che viene scontato per controversie ESG significative. Le valutazioni sono disponibili su oltre 12.000 aziende pubbliche e private in tutto il mondo, con dati di serie temporali che risalgono al 2002. I punteggi di valutazione sono facilmente comprensibili e le scale di valutazione sono disponibili sia in percentuale che in lettere da D- ad A+.

Di seguito i principi di calcolo fondamentali seguiti da Refinitiv per la valutazione degli indicatori ESG di un'azienda:

- Poiché l'importanza dei fattori ESG varia a seconda dei settori, Refinitiv utilizza ponderazioni univoche per ciascuna metrica ESG, in base al settore in questione, su una scala da 1 a 10.
- Trasparenza dei dati divulgati dalle aziende esaminate
- Sovrapposizione delle controversie ESG. Refinitiv verifica che le azioni delle aziende rispettino i principi ESG, per amplificare l'impatto di controversie significative sul punteggio ESG complessivo. La metodologia di punteggio, inoltre, introduce pesi di gravità che assicurano che i punteggi delle controversie siano adeguati in base alle dimensioni di un'azienda.
- Refinitiv individua benchmark settoriali e nazionali per facilitare la comparazione dei risultati ottenuti.
- Metodologia di punteggio secondo fasce percentili: questa metodologia consente a Refinitiv di produrre un punteggio compreso tra 0 e 100, nonché voti in lettere di facile comprensione.

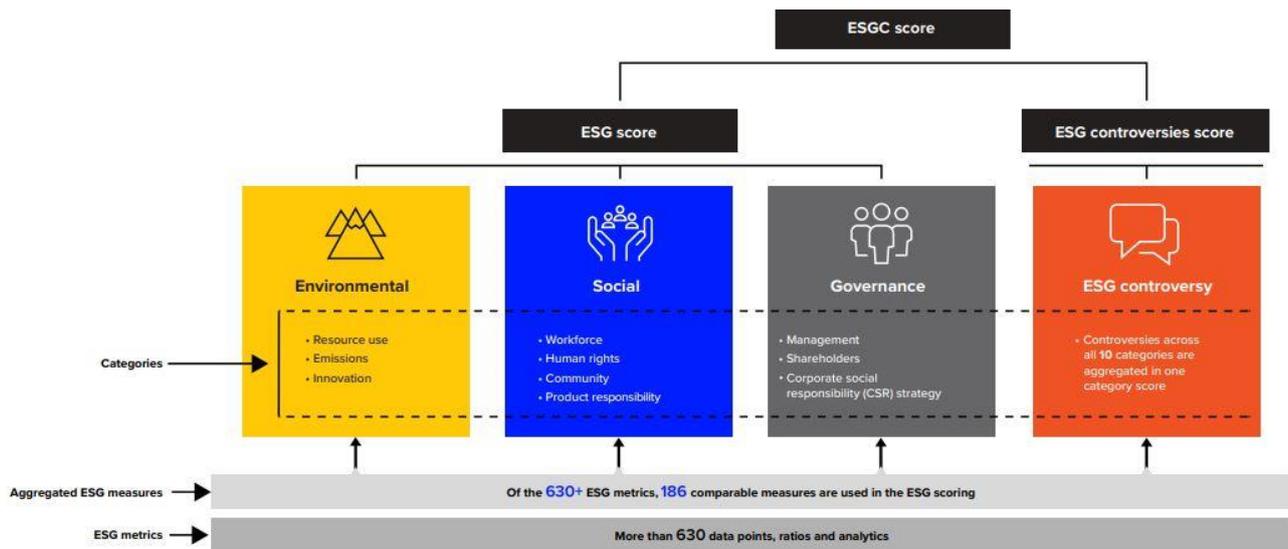


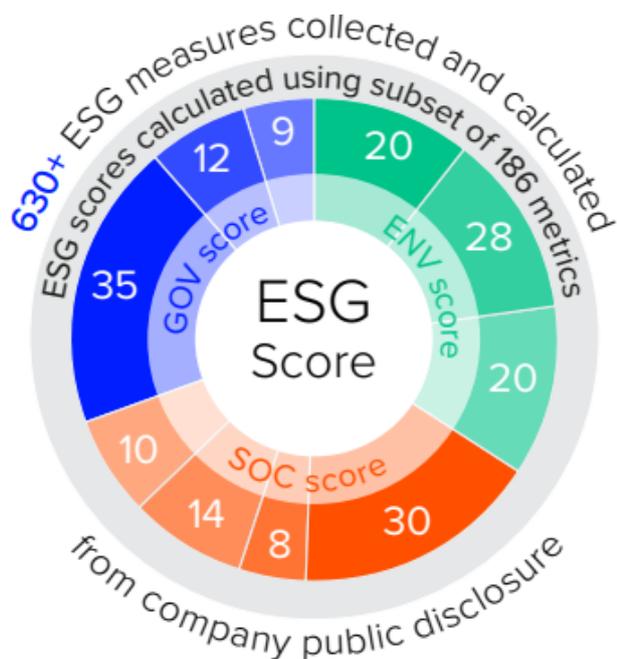
Figura 12. Punteggi ESG Refinitiv. Fonte: Refinitiv

In Figura 12. è possibile osservare le due tipologie di punteggi relativi alla sostenibilità impiegati da Refinitiv:

- Punteggio ESG: misura la performance ESG dell'azienda sulla base di dati di dominio pubblico verificati.
- Punteggio ESGC: sovrappone il suddetto punteggio ESG alle controversie ESG per fornire una valutazione completa dell'impatto e della condotta dell'azienda in termini di sostenibilità nel tempo.

Refinitiv acquisisce e calcola oltre 630 misure ESG a livello aziendale di cui un sottoinsieme di 186 delle più comparabili e rilevanti per settore alimenta il processo complessivo di valutazione e punteggio aziendale.

Come è possibile notare dalla Figura 13. queste 186 misure sono raggruppate in 10 categorie che riformulano i punteggi dei tre pilastri (E,S,G) e il punteggio ESG finale, che riflette le prestazioni, l'impegno e l'efficacia sul tema sostenibilità dell'azienda sulla base di informazioni rese pubbliche. I punteggi di categoria sono raggruppati in tre classi: ambientale, sociale e governance. Il punteggio del pilastro ESG è una somma relativa dei pesi delle categorie, che variano a seconda del settore per le categorie ambientali e sociali. Per la governance, invece, i pesi rimangono gli stessi in tutti i settori. I pesi dei pilastri sono normalizzati a percentuali comprese tra 0 e 100.



- Environmental
  - Resource use
  - Emissions
  - Innovation
- Social
  - Workforce
  - Human rights
  - Community
  - Product responsibility
- Governance
  - Management
  - Shareholders
  - CSR strategy

Figura 13. Classificazione delle 186 metriche utilizzate da Refinitiv per le valutazioni ESG. Fonte: Refinitiv

Nelle Appendici A e B sono inoltre presenti delle analisi più approfondite riguardo le classi di punteggio di Refinitiv e le misure utilizzate dall'agenzia di rating per la costituzione del punteggio ESG per la categoria relativa alle controversie.

La Figura 14. riassume la metodologia di valutazione dei punteggi ESG.

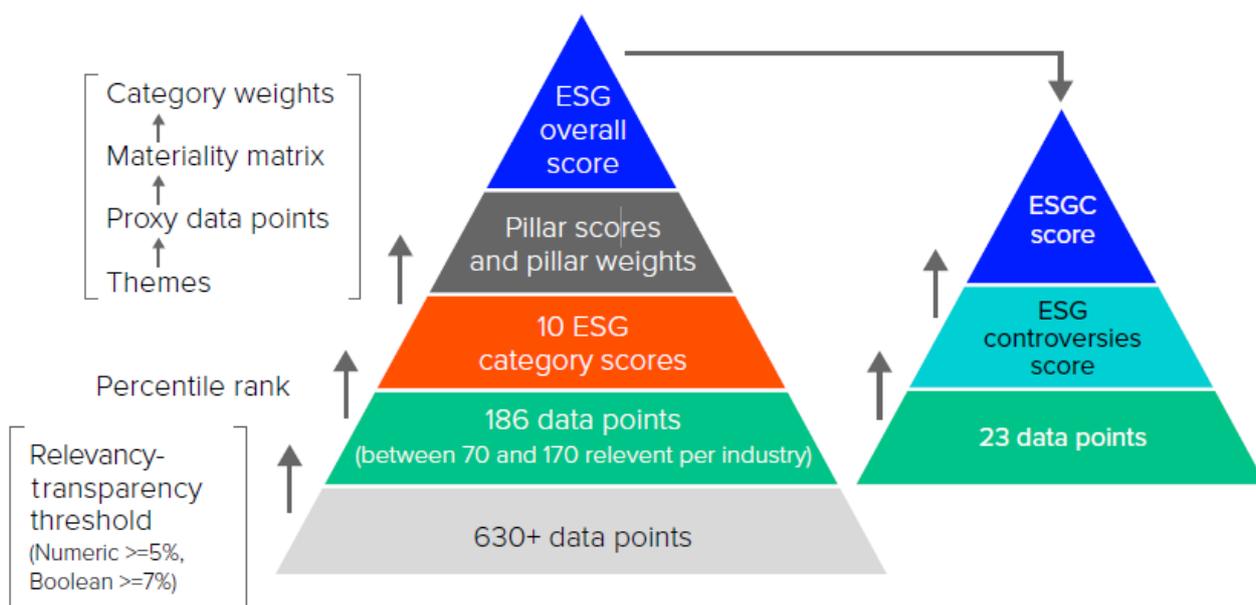


Figura 14. Metodologia utilizzata da Refinitiv per valutazione punteggi ESG. Fonte: Refinitiv

## 4.2.2 MSCI

Le informazioni del paragrafo sono state elaborate facendo riferimento al documento “ESG Ratings Methodology” pubblicato dall’agenzia di rating sul proprio sito ufficiale a novembre 2022.

I rating MSCI ESG sono progettati per aiutare gli investitori istituzionali a comprendere i rischi e le opportunità ESG e consentire loro di integrare questi fattori nel loro processo di costruzione e gestione del portafoglio. I rating MSCI ESG mirano a misurare la resilienza di un'azienda ai rischi ESG a lungo termine e finanziariamente rilevanti.

La valutazione dei punti ESG di un’azienda da parte di MSCI è specifica per il settore e utilizza una scala a sette punti che va da “CCC” a “AAA” (Tabella 10).

Per ogni azienda, MSCI identifica da due a sette questioni chiave ambientali e sociali (su un totale di 35 questioni chiave). Le questioni chiave ambientali e sociali sono specifiche del settore e sono determinate in base alle esternalità ambientali o sociali che possono generare costi imprevisti per una determinata azienda o settore.

La capacità di un'azienda di gestire la propria esposizione è valutata generalmente in base a tre fattori:

- La capacità organizzativa e il livello di impegno dell'azienda nell'affrontare i principali rischi e opportunità.
- La forza e la portata delle iniziative, dei programmi e degli obiettivi in atto per migliorare le prestazioni.
- Il comportamento storico dell'azienda nella gestione di rischi o opportunità specifici.

La valutazione delle questioni chiave della governance di un'azienda viene infine effettuata utilizzando un modello di punteggio basato sulla deduzione, in base al quale ogni azienda inizia con il punteggio " Perfect 10" e le detrazioni del punteggio vengono applicate in base a come le metriche chiave sono giudicate.

Letter Rating	Leader/Laggard	Final Industry-Adjusted Company Score
AAA	Leader	8.571* - 10.0
AA	Leader	7.143 – 8.571
A	Average	5.714 – 7.143
BBB	Average	4.286 – 5.714
BB	Average	2.857 – 4.286
B	Laggard	1.429 – 2.857
CCC	Laggard	0.0 – 1.429

Tabella 10. Scala utilizzata da MSCI per la valutazione dei parametri ESG di un'azienda. Fonte: MSCI

L'ultima colonna della Tabella 10. fa riferimento al punteggio aziendale "aggiustato" per settore, tale punteggio viene calcolato normalizzando il WAKIS<sup>21</sup> (Weighted Average Key Issue Score) relativo al settore in questione.

Di seguito sono riportati gli step metodologici fondamentali affrontati da MSCI nel processo di valutazione dei rating ESG di un'azienda:

- Determinazione dei "ESG Key Issues" (Problemi chiave ESG): in questa fase il team di ricerca di MSCI identifica, partendo da un elenco di 35 Key Issues ESG, i problemi chiave di maggior impatto per ogni settore. Le questioni chiave ambientali e sociali sono specifiche del settore e sono determinate in base alle esternalità ambientali o sociali che possono generare costi imprevisi per una determinata azienda o settore.
- Impostazione dei pesi ESG Key Issues: una volta selezionati i Key Issues per un sottosettore, la fase successiva è quella relativa all'impostazione dei pesi, che determinano il contributo di ogni questione chiave dei tre pilastri ESG al rating complessivo.

Ogni tema chiave ambientale e sociale comprende in genere dal 5% al 30% del rating ESG totale. Le ponderazioni per queste questioni chiave sono determinate, per ciascun sottosettore, in base al contributo del sottosettore all'esternalità negativa associata al Key Issue e all'orizzonte temporale previsto per la materializzazione del problema chiave, come illustrato concettualmente nella Tabella 11.

<sup>21</sup> Punteggio calcolato per ciascuna società sulla base della media ponderata dei punteggi ricevuti su:

- Tutte le questioni chiave Ambientali e Sociali che concorrono al rating dell'azienda;
- Il punteggio del pilastro della governance.

		Expected Time frame for Risk/Opportunity to Materialize	
		Short-Term (<2 years)	Long-Term (5+ years)
Level of Contribution to Environmental or Social Impact	Industry is a <u>major</u> contributor to impact	Highest Weight	
	Industry is a <u>minor</u> contributor to impact		Lowest Weight

Tabella 11. Template per l'impostazione dei pesi delle questioni chiave. Fonte: MSCI

- Valutazione dei Key Issues: in quest'ultima fase avviene la valutazione dei problemi chiave basata sull'analisi di rischi e opportunità legati alle questioni chiave identificate dal team di ricerca ESG di MSCI.

Un'ulteriore analisi effettuata da MSCI esamina l'impatto delle aziende sull'aumento della temperatura globale, in accordo con l'obiettivo posto durante l'Accordo di Parigi per il mantenimento del riscaldamento globale al di sotto della temperatura di 2 °C, puntando al raggiungimento degli 1,5 °. Il metodo "Implied Temperature Rise" è una metrica, espressa in gradi Celsius, progettata per mostrare l'allineamento della società esaminata con gli obiettivi di temperatura globale. In base agli obiettivi aziendali per la riduzione della temperatura globale e alla quantità di CO2 emessa dall'azienda, MSCI mostra l'andamento dell'impresa sulla tematica in questione.

Le stime di aumento della temperatura implicita sono aggiornate in base ai dati aziendali più recenti, inclusi gli obiettivi di decarbonizzazione dichiarati. In questo modo, l'agenzia cerca di riflettere lo stato attuale dell'allineamento aziendale.

In Figura 15. è rappresentata la scala di valutazione di MSCI riguardo l'allineamento delle aziende analizzate con gli obiettivi stabiliti dall'Accordo di Parigi sulla riduzione della temperatura globale.

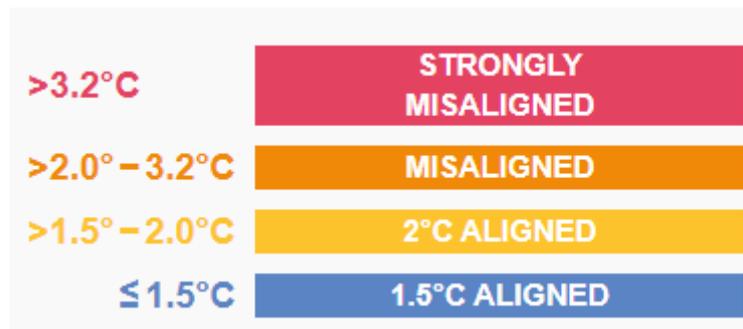


Figura 15. Allineamento con gli obiettivi di temperatura globale. Fonte: MSCI

### 4.3 Divergenze nella valutazione dei fattori ESG tra Refinitiv e MSCI

Lo scopo del paragrafo è quello di confrontare le valutazioni dei rating ESG, per il campione di aziende preso in esame, da parte delle agenzie di rating Refinitiv e MSCI.

L'ipotesi è quella già anticipata nel sottoparagrafo 2.2.4, ovvero: la mancanza di norme o guide standard per la misurazione e l'analisi dei rating ESG fa sì che agenzie di rating diverse valutino in maniera differente la stessa impresa. Il naturale effetto di tale fenomeno è la confusione e l'incertezza manifestata dagli investitori riguardo le decisioni da intraprendere per l'erogazione di finanziamenti.

#### 4.3.1 Shell PLC

##### 4.3.1.1 L'analisi di Refinitiv

La valutazione sui fattori ESG di Refinitiv nei confronti di Shell PLC è migliorata nel corso degli ultimi cinque anni per tutti e tre i pilastri della sostenibilità.

Per quanto riguarda l'aspetto ambientale, che ha un peso del 34,5% rispetto al punteggio generale ESG, Shell PLC mostra un andamento costante negli ultimi cinque anni con una valutazione pari ad "A". Spiccano positivamente i punteggi relativi alle emissioni e all'utilizzo delle risorse (per entrambi i punti la valutazione è di "A+").

I pilastri S e G, che impattano rispettivamente il 42% e il 23,5% dell'ESG Score, ricevono da Refinitiv entrambi una valutazione di "A+", con il punteggio relativo all'ambito sociale in aumento dal 2018 ad oggi.

Negli ultimi cinque periodi di riferimento, Shell PLC ha registrato un punteggio ESG medio di 89,80, che va da un massimo di 92,88 (FY2021) a un minimo di 87,59 (FY2019).



Figura 16. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Shell PLC (FY2021). Fonte: Refinitiv

L'ESG Score assume dunque, in base alle ponderazioni, un valore pari ad "A+". Come anticipato però nel paragrafo 4.2.1, nella valutazione di Refinitiv sui fattori ESG di un'azienda, entrano in gioco anche le controversie ESG che vanno in tal modo ad impattare il punteggio ESG finale dell'azienda esaminata.

Nel caso di Shell PLC, le controversie ESG impattano in maniera fortemente negativa il punteggio ESG combinato. A causa, infatti, del rating "D-" assegnato alle controversie, il punteggio ESGC (ESG Combined Score) crolla fino a raggiungere una valutazione pari a "C+".

A influenzare negativamente il punteggio esse controversie ESG sono specialmente le controversie ambientali e quelle relative alle condizioni dei lavoratori sulla tematica dei salari.

#### 4.3.1.2 L'analisi di MSCI

MSCI valuta Shell PLC con un punteggio ESG pari ad "AA".

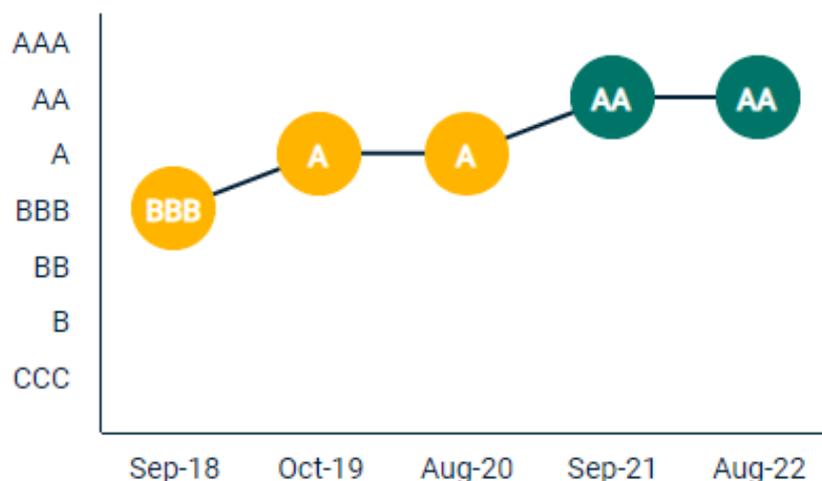


Figura 17. Valutazione ESG di Shell PLC negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI

L'azienda, come è possibile osservare dalla Figura 18. è considerata tra i leader del settore per quanto riguarda la corporate governance e per la sensibilità sul tema dell'emissione di sostanze tossiche e degli sprechi.

Per quanto riguarda invece l'indice caratteristico di MSCI che valuta l'allineamento dell'azienda con gli obiettivi posti dall'Accordo di Parigi sulla riduzione della temperatura globale, Shell PLC al momento non è in linea con gli obiettivi climatici globali. MSCI stima, infatti, che al termine del 2050 Shell PLC raggiungerà un target di temperatura globale di circa 2.5°C, non conforme con le direttive della Cop 21 aventi come scopo il mantenimento del riscaldamento globale al di sotto della temperatura di 2 °C.



Figura 18. Posizionamento di Shell all'interno del proprio settore. Fonte MSCI

#### 4.3.1.3 Considerazioni

La società Shell PLC si è mostrata negli ultimi cinque anni sempre più attenta ai valori ESG, migliorando il pilastro ambientale e ancor più quello sociale. L'azienda si sta infatti battendo molto per il raggiungimento della parità di genere, indice di ciò è ad esempio l'aumento delle donne con cariche di manageriali, nei cinque anni è stata registrata una crescita per tale aspetto da una percentuale di circa il 20% ad una del 30%.

Lato ambientale Shell PLC si mostra leader nell'impiego delle risorse e nel tasso di emissioni, mentre non ha mostrato grandi passi avanti nell'ambito dell'innovazione ecologica. Da segnalare comunque come l'azienda non sia in linea né con gli obiettivi relativi al mantenimento della temperatura globale né con il target di decarbonizzazione per il quale Shell PLC ha individuato come data limite il 2050.

Inoltre, non mancano episodi di controversie ESG, accentuati maggiormente da Refinitiv, rispetto a MSCI, con il dedicato punteggio associato. Se infatti, ad esempio, per MSCI i diritti umani e le condizioni lavorative dei dipendenti sono rispettate da Shell PLC, al contrario Refinitiv condanna fortemente l'azienda affibbiandole numerosi casi di controversie che impattano assai negativamente il rating complessivo.

In conclusione, comunque, la compagnia presenta un buon punteggio ESG rispetto alla media del settore, sia MSCI che Refinitiv la identificano come una delle aziende leader per rating di sostenibilità in relazione al comparto del gas e del petrolio.

## **4.3.2 BP PLC**

### **4.3.2.1 L'analisi di Refinitiv**

Al contrario di Shell PLC, la valutazione degli indicatori ESG nei confronti di BP PLC da parte di Refinitiv è calata negli ultimi cinque anni, sia dal punto di vista del pilastro ambientale che da quello sociale. L'unica dimensione ad aver migliorato il proprio rating è quella relativa alla governance, che comunque ha un peso relativo minore rispetto alle altre due dimensioni.

Come per Shell PLC, anche per BP il punto debole del pilastro *Environment* è il rinnovamento delle pratiche ambientali. Non vi è infatti la presenza di politiche di disinvestimento nell'utilizzo di carburante fossile e non sono impiegati prodotti per l'edilizia sostenibili.

Negli ultimi 5 anni, l'azienda ha ottenuto un punteggio ESG medio di 88,48. Il punteggio ESG di Refinitiv è calcolato come somma dei punteggi ponderati dei singoli pilastri. Per BP, i pilastri Ambiente, Sociale e Governance hanno un peso rispettivamente del 34,51%, 41,96% e 23,53% nella ponderazione del punteggio ESG, in linea con le società all'interno dei gruppi del settore Oil & Gas.



Figura 19. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per BP PLC (FY2021). Fonte: Refinitiv

Ciò che però preoccupa maggiormente della valutazione di Refinitiv nei confronti della compagnia inglese è l'analisi delle controversie ESG.

Alla fine del 2017 BP riceveva un punteggio relativo alle controversie ESG pari ad "A", negli anni a seguire la valutazione è andata sempre più a peggiorare fino a raggiungere il valore di "D-". A incidere maggiormente su questo declassamento vi sono controversie di tipo ambientale, quelle relative a condizioni lavorative e di sicurezza sul lavoro non conformi, oltre ai già citati casi di danneggiamento delle popolazioni locali.

Il valore negativo associato alle controversie fa sì che il punteggio ESG combinato di Refinitiv nei confronti di BP PLC crolli fino alla valutazione "C+".

#### 4.3.2.2 L'analisi di MSCI

A differenza di Refinitiv, l'agenzia di rating MSCI valuta il grado di sostenibilità di BP PLC in miglioramento negli ultimi cinque anni. Il punteggio assegnato all'azienda, come è possibile notare dalla Figura 20. è infatti passato da "BBB" ad "A".

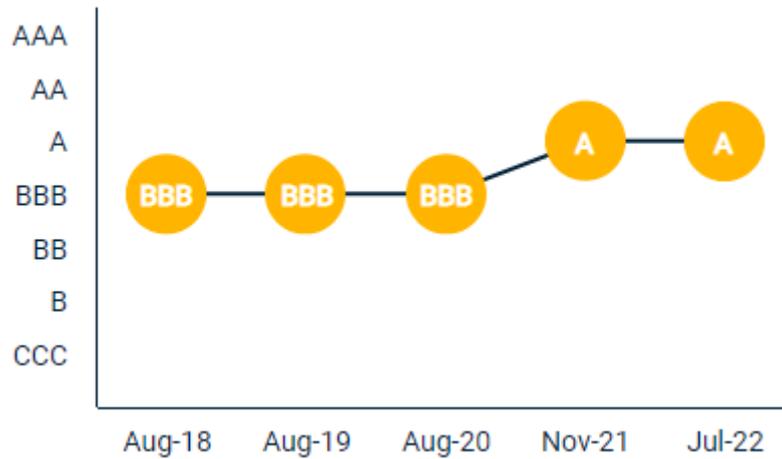


Figura 20. Valutazione ESG di BP PLC negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI

Secondo la valutazione di MSCI, la società BP PLC risulta essere altamente disallineata con gli obiettivi posti dall'Accordo di Parigi sul mantenimento dell'innalzamento della temperatura globale al di sotto degli 1,5 °C. Di questo passo, infatti, la compagnia petrolifera inglese raggiungerà un target di temperatura globale di circa 2.5°C.

La Figura 21. mostra invece come dal punto di vista delle politiche di governance BP PLC dimostri di essere leader del settore di competenza, a differenza però dell'impatto assai negativo che la società ha sulla biodiversità e sulla gestione della sicurezza sul posto di lavoro.



Figura 21. Posizionamento di BP PLC all'interno del proprio settore. Fonte MSCI

### **4.3.2.3 Considerazioni**

Le agenzie di rating Refinitiv e MSCI danno pareri contrastanti riguardo l'evoluzione del grado di sostenibilità dell'azienda BP PLC nel corso degli ultimi anni. Refinitiv riporta un peggioramento degli indicatori ESG, mentre secondo MSCI vi è stato un leggero miglioramento.

Entrambe le agenzie di rating concordano comunque sulle ottime performance della compagnia petrolifera lato governance. Le controversie ESG dell'azienda sono concentrate sulla non conformità della sicurezza sul luogo di lavoro e sulle questioni ambientali.

Un'altra divergenza da riportare tra le valutazioni delle agenzie di rating riguarda il punto delle emissioni. Se Refinitiv valuta positivamente la posizione di BP PLC indicando un punteggio di "A+", al contrario MSCI individua le emissioni tossiche di carbonio come un punto da attenzionare per l'azienda.

Da segnalare, infine, il fatto che l'azienda non sia affatto in linea con gli obiettivi relativi al mantenimento della temperatura globale.

### **4.3.3 Total Energies SE**

#### **4.3.3.1 L'analisi di Refinitiv**

Dai dati ricavati dall'agenzia di rating Refinitiv emerge che Total Energies, come visto in precedenza anche per BP PLC, è peggiorata negli ultimi anni dal punto di vista delle valutazioni degli indicatori ESG.

Negli ultimi cinque anni, l'azienda ha ottenuto un punteggio ESG medio di 87,12. Il punteggio ESG di Refinitiv è calcolato come somma dei punteggi ponderati dei singoli pilastri. Per Total Energies, i pilastri Ambiente, Sociale e Governance hanno un peso rispettivamente del 34,51%, 41,96% e 23,53% nella ponderazione del punteggio ESG, in linea con le società all'interno dei gruppi del settore Oil & Gas. Dei tre pilastri che compongono il punteggio ESG complessivo, il pilastro Ambientale ha ottenuto i risultati migliori, con un punteggio medio a cinque anni di 91,65, seguito dal pilastro Sociale (punteggio medio: 88,04) e quindi dal pilastro Governance (punteggio medio: 78,86).



Figura 22. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per TotalEnergies (FY2021). Fonte: Refinitiv

Se dal 2018 le dimensioni ESG relative all’area ambientale e quella social si sono mantenute più o meno costanti nel tempo con un punteggio pari ad “A”, a peggiorare il rating finale sono stati il pilastro della governance e specialmente le controversie ESG. Nello specifico, per categoria, “Forza lavoro”, “Emissioni” e “Uso delle risorse” sono le tre categorie con le migliori prestazioni negli ultimi cinque anni, mentre “Shareholders”, “Comunità” e “Innovazione Ambientale” sono le tre categorie peggiorate nello stesso periodo.

Per quanto riguarda le controversie ESG, Refinitiv individua ad oggi per Total Energies casi legati a controversie ambientali e a condizioni lavorative dei dipendenti non conformi.

#### 4.3.3.2 L’analisi di MSCI

MSCI valuta la società Total Energies con un rating ESG pari ad “A” e costante negli ultimi cinque anni.

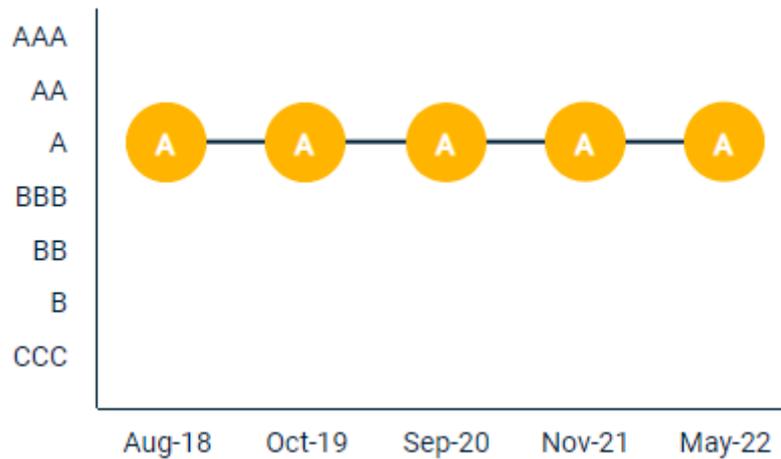


Figura 23. Valutazione ESG di Total Energies SE negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI

L'agenzia di rating valuta molto positivamente la posizione di Total Energies nei confronti delle emissioni di carbonio e di sostanze tossiche, esaltando inoltre i rapporti che la società esaminata instaura con le comunità locali nelle aree progettuali dislocate nel mondo. Come è possibile mostrare dalla Figura. 24 Total Energies mostra di non essere particolarmente dietro ai competitor del settore in base ai fattori chiave ESG identificati da MSCI.

Il tool di MSCI sul mantenimento della temperatura globale stima un leggero disallineamento da parte di Total Energies con gli accordi della Cop 21.

In conclusione, MSCI valuta la società francese in linea con i competitor del settore.

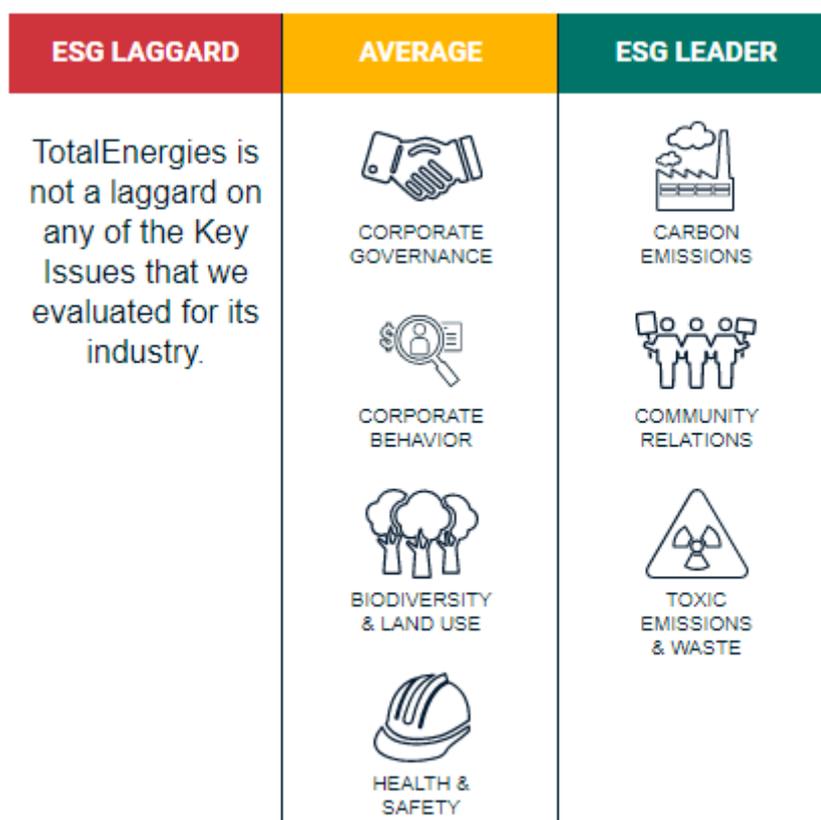


Figura 24. Posizionamento di Total Energies SE all'interno del proprio settore. Fonte MSCI

### 4.3.3.3 Considerazioni

L'azienda francese Total Energies, in base alle analisi delle agenzie di rating Refinitiv e MSCI, risulta essere nella media tra le società del settore integrato del petrolio e del gas. Nonostante ciò, vi sono divergenze tra le valutazioni delle due agenzie di rating. Se MSCI propone un trend costante dell'andamento della società esaminata dal punto di vista dei parametri ESG, Refinitiv individua invece un peggioramento negli ultimi anni del grado di sostenibilità dell'azienda. In particolare, Refinitiv fa emergere un calo abbastanza consistente per le dimensioni dell'area social e governance.

Le divergenze più consistenti nelle valutazioni delle agenzie di rating ricadono però sull'ambito delle controversie ESG. Refinitiv critica aspramente e valuta in maniera assai negativa l'andamento di Total Energies su questo punto. Ne condanna comportamenti etici, Total Energies è coinvolta nella produzione di armamenti militari, e anti-competitivi, oltre a individuare controversie di tipo ambientale. MSCI, invece, non riconosce la posizione di Total Energies all'interno del settore militare e per tale motivo non ne affibbia l'influenza negativa. Inoltre, seppur individua alcuni casi

di controversie nei comportamenti della società francese, essi non spiccano in maniera assai negativa rispetto al settore di appartenenza, come visto invece in merito alla valutazione data da Refinitiv.

#### 4.3.4 Exxon Mobil Corp.

##### 4.3.4.1 L'analisi di Refinitiv

Le valutazioni di Refinitiv nei confronti di Exxon Mobil per quanto riguarda il grado di sostenibilità dell'azienda sono rimaste piuttosto costanti nel corso degli ultimi cinque anni. La società presenta un rating ESG pari a "B+".

Negli ultimi cinque periodi di riferimento, Exxon Mobil ha un punteggio ESG medio di 72,60, che va da un massimo di 77,17 (FY2017) a un minimo di 68,66 (FY2021).

Dei tre pilastri che compongono il punteggio ESG complessivo, il pilastro Ambientale ha ottenuto i risultati migliori, con un punteggio medio a cinque anni di 88,57, seguito dal pilastro Sociale (punteggio medio: 73,38) e quindi dal pilastro Governance (punteggio medio: 47,76).



Figura 25. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Exxon Mobil (FY2021). Fonte: Refinitiv

Dalle analisi sopra riportate emerge lo scarso impegno di Exxon specialmente nel curare la dimensione della Governance alla quale Refinitiv attribuisce una valutazione di "C+".

Infine, per quanto riguarda le controversie ESG, anche qui il trend di valutazione dei parametri ESG dell'azienda da parte di Refinitiv è costante e negativo, a mostrare ancora una volta come Exxon Mobil sia indietro rispetto ai competitor del settore di appartenenza in merito alla tematica della sostenibilità.

La natura delle controversie ESG è molteplice, si passa da quelle di stampo ambientale a quelle relative alle cattive condizioni lavorative dei dipendenti, da quelle dedicate alla scorretta competitività dell'azienda nel settore di appartenenza alle controversie riguardanti la minaccia alla salute pubblica. La valutazione di Refinitiv riguardo le controversie ESG oscilla tra il punteggio di "D-" e "D", ciò fa sì che il rating combinato ESG per Exxon Mobil Corp. scenda dal "B+" citato ad inizio paragrafo al valore "C".

#### 4.3.4.2 L'analisi di MSCI

Come già visto con l'analisi di Refinitiv, anche MSCI fornisce dati costanti e negativi sulla posizione di Exxon Mobil rispetto alla tematica della sostenibilità. Il punteggio assegnato dall'agenzia di rating alla società statunitense è "BBB", il peggiore tra quelli visti nel campione di aziende preso in esame.

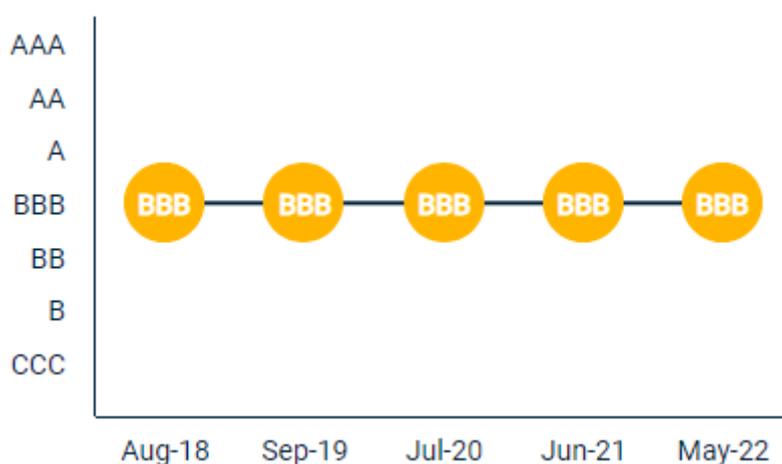


Figura 26. Valutazione ESG di Exxon Mobil Corp. negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI

La Figura 27. mostra come MSCI valuti Exxon Mobil indietro rispetto alle compagnie del settore di appartenenza per quanto riguarda le emissioni di carbonio e di sostanze tossiche. L'agenzia valuta

inoltre negativamente l'azienda per gli impatti ambientali che essa causa e per via del comportamento assunto nei confronti delle comunità locali presenti nei luoghi in cui opera. Secondo MSCI, Exxon Mobil non ricopre la posizione di azienda leader del settore di appartenenza per nessun campo ESG.

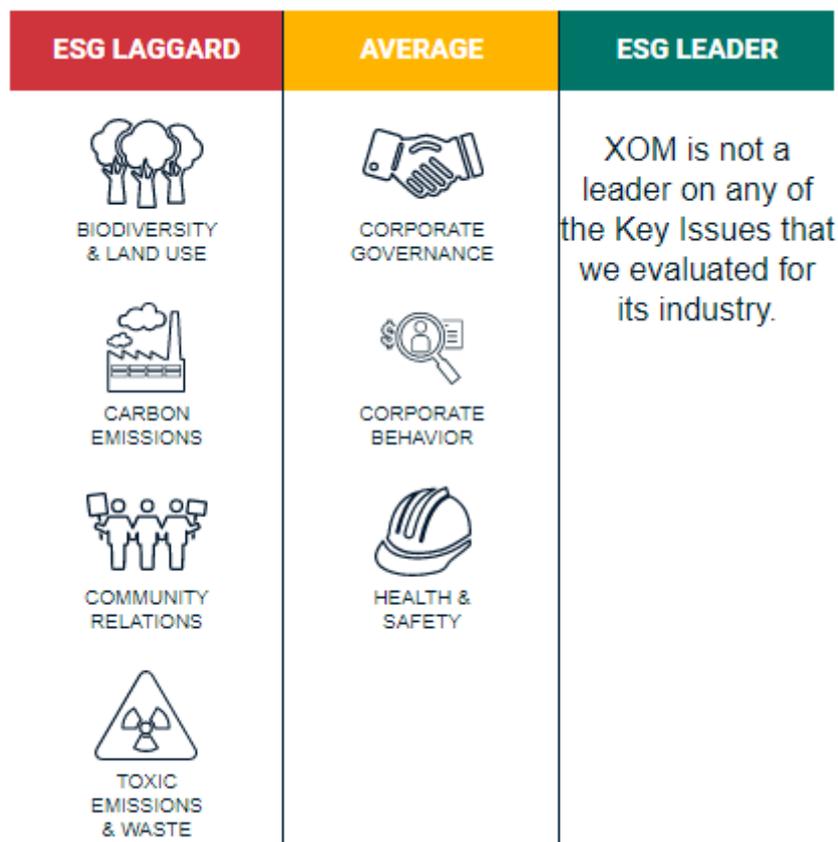


Figura 27. Posizionamento di Exxon Mobil Corp. all'interno del proprio settore. Fonte MSCI

Come se non bastasse la società petrolifera è fortemente disallineata con gli obiettivi per il mantenimento dell'innalzamento della temperatura globale al di sotto degli 1,5 °C.

In conclusione, per quanto riguarda le controversie ESG, MSCI individua i diritti sul lavoro, l'impatto sulle comunità locali e l'ambiente come punti su cui riversare attenzione e che danneggiano la reputazione dell'azienda sulla tematica sostenibilità.

#### 4.3.4.3 Considerazioni

Tra le aziende analizzate appartenenti al settore del petrolio e del gas naturale, Exxon Mobil Corp. Risulta essere l'azienda che più si discosta dai valori ESG.

Sia Refinitiv che MSCI, infatti, nelle loro analisi sottolineano la difficoltà della società statunitense nel riuscire ad operare in maniera sostenibile. Refinitiv si sofferma maggiormente sulla negatività dei punteggi ESG destinati al pilastro della Governance, mentre MSCI valuta come input maggiormente impattante la dimensione Ambientale.

Su quest'ultimo punto le considerazioni delle due agenzie di rating divergono, Refinitiv difatti assegna al punteggio relativo alle emissioni un punteggio pari ad "A", identificandolo come uno dei pochi parametri positivi della società petrolifera statunitense, mentre MSCI considera la tematica emissioni come uno dei rischi in cui Exxon Mobil si trova particolarmente indietro rispetto alle aziende competitor del settore in questione, ovvero quello del petrolio e del gas.

Per quanto concerne invece la tematica controversie ESG le due agenzie di rating condividono l'opinione nei confronti di Exxon Mobil, identificando e sottolineando i casi di tipo ambientale e le controversie riguardanti gli impatti sulle comunità locali.

### 4.3.5 Confronto orizzontale per il comparto del petrolio e del gas

Il presente paragrafo ha lo scopo di effettuare un confronto orizzontale tra le aziende precedentemente analizzate e appartenenti al comparto del petrolio e del gas. L'analisi si avvarrà del supporto dei dati ricavati dal database di Refinitiv. L'agenzia di rating contiene infatti nel proprio database informazioni di 268 compagnie del settore del petrolio e del gas e in base ai dati a disposizione stila periodicamente classifiche dedicate all'Universo ESG.

Shell PLC è l'azienda ritenuta leader nelle questioni ESG per il settore del petrolio e del gas. La società inglese occupa la prima posizione nella classifica relativa al punteggio ESG tra le 268 compagnie prese in esame da Refinitiv.

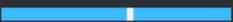
Company Ranking Compared to	Refinitiv ESG Universe	Refinitiv ESG Universe	Oil & Gas
Number of Companies	11,516		268
ESG Combined Score 	5,234		131
ESG Score 	16		1
Environmental Pillar Score 	190		2
Social Pillar Score 	169		1
Governance Pillar Score 	22		4
ESG Controversy Score 	11,510		268

Figura 28. Posizionamento di Shell PLC nella classifica ESG per il settore del petrolio e del gas

La Figura 28. però racconta anche il lato negativo di Shell PLC. La società è, infatti, addirittura ultima tra tutte le aziende valutate da Refinitiv per quanto riguarda le controversie ESG, una questione molto impattante che catapulta Shell PLC al 131° posto della classifica relativa al punteggio combinato ESG e ne danneggia la reputazione.

Se Shell PLC risulta essere l'azienda con il più alto grado di sostenibilità tra le 268 analizzate dall'agenzia di rating Refinitiv per quanto riguarda il settore del petrolio e del gas, la seconda posizione è occupata dalla società connazionale BP PLC.

Ciò che rende la valutazione dei parametri ESG di BP così alta è soprattutto l'attenzione della società nei confronti dei fattori ambientali, per i quali l'azienda è seconda solo a Shell. Anche in questo caso però il punteggio ESG combinato crolla a causa della pessima valutazione di BP PLC per quanto riguarda le controversie ESG. In questo caso l'azienda si pone al 262° posto tra tutte le imprese del settore esaminate da Refinitiv.

Company Ranking Compared to	Refinitiv ESG Universe	Refinitiv ESG Universe	Oil & Gas
Number of Companies	11,516		268
ESG Combined Score	4,721		117
ESG Score	57		2
Environmental Pillar Score	206		3
Social Pillar Score	503		11
Governance Pillar Score	93		9
ESG Controversy Score	11,395		262

Figura 29. Posizionamento di BP PLC nella classifica ESG per il settore del petrolio e del gas

Total Energies è la terza azienda per valutazione ESG, tra le quattro esaminate dall'elaborato. La società francese è tra le aziende leader del settore per quanto riguarda il pilastro Ambientale e quello Sociale, pecca invece nell'area Governance per la quale si posiziona al 77° posto sul totale del campione. Anche per Total Energies le controversie ESG si dimostrano il punto debole della società, danneggiando pesantemente la valutazione del punteggio ESG combinato e di conseguenza la reputazione dell'impresa nei confronti degli investitori.

Company Ranking Compared to	Refinitiv ESG Universe	Refinitiv ESG Universe	Oil & Gas
Number of Companies	11,516		268
ESG Combined Score	5,452		136
ESG Score	182		6
Environmental Pillar Score	209		4
Social Pillar Score	422		8
Governance Pillar Score	2,118		77
ESG Controversy Score	11,437		264

Figura 30. Posizionamento di Total Energies nella classifica ESG per il settore del petrolio e del gas

L'ultima società appartenente al settore del petrolio e del gas analizzata nel corso dell'elaborato è Exxon Mobil Corp. A differenza delle aziende inglesi Shell e BP e di quella francese Total Energies, Exxon Mobil è l'unica impresa non europea del campione. Tale specificazione ha uno scopo preciso. Exxon Mobil è difatti l'azienda con la valutazione ESG peggiore, a testimonianza di una sensibilità sulla tematica della sostenibilità assai diversa tra i Paesi europei e gli Stati Uniti.

Exxon Mobil si posiziona al 9° posto per il pilastro Ambientale, al 77° per la dimensione sociale e addirittura al 175° posto per quanto riguarda l'area dedicata alla Governance. L'azienda si rivela dunque il fanalino di coda, tra le società precedentemente analizzate, per ognuno dei pilastri ESG.

Come mostrato dalla Figura 31. anche il rating dedicato alle controversie e di conseguenza il punteggio combinato ESG non è positivo per Exxon Mobil, seppur comunque l'azienda ricopra una posizione leggermente migliore rispetto a Shell e Total Energies.

Company Ranking Compared to	Refinitiv ESG Universe	Refinitiv ESG Universe	Oil & Gas
Number of Companies	11,516		268
ESG Combined Score	6,772		157
ESG Score	1,887		52
Environmental Pillar Score	461		9
Social Pillar Score	2,824		77
Governance Pillar Score	6,514		175
ESG Controversy Score	11,395		262

Figura 31. Posizionamento di Exxon Mobil Corp. nella classifica ESG per il settore del petrolio e del gas

## 4.3.6 Enel

### 4.3.6.1 L'analisi di Refinitiv

Enel è valutata da Refinitiv come una delle aziende leader del settore per quanto riguarda il grado di sostenibilità della stessa. Il punteggio ESG associato alla compagnia italiana da parte dell'agenzia di rating è, infatti, "A+". La valutazione è sempre leggermente migliorata nel corso degli ultimi anni.

Negli ultimi cinque anni, l'azienda ha ottenuto un punteggio ESG medio di 90,93. Per Enel, i pilastri Ambiente, Sociale e Governance hanno un peso rispettivamente del 42,50%, 32,50% e 25,00% nella ponderazione del punteggio ESG, in linea con le società all'interno del settore *Electric Utilities*<sup>22</sup> & *IPPs* (Independent Power Producer).

<sup>22</sup> Soggetto che si occupa della produzione, distribuzione e/o vendita dell'energia elettrica.



Figura 32. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Enel (FY2021). Fonte: Refinitiv

Dei tre pilastri che compongono il punteggio ESG complessivo, il pilastro Social ha ottenuto i risultati migliori, con un punteggio medio a 5 anni di 94,40, seguito dal pilastro Ambientale (punteggio medio: 93,86) e quindi dal pilastro Governance (punteggio medio: 81,46).

Per quanto riguarda le controversie ESG, Enel è valutata da Refinitiv con un punteggio di “D+”, molto inferiore rispetto ai risultati visti in precedenza. Ciò deriva dalla presenza di numerosi casi di cattiva condotta da parte della società nei rapporti di concorrenza sul mercato.

Complessivamente, comunque, l’azienda mostra di essere molto affine agli obiettivi proposti dall’Agenda 2030 presentando un punteggio ESG, come detto, pari ad “A+” e un punteggio ESG combinato pari a “B-”.

#### 4.3.6.2 L’analisi di MSCI

L’agenzia di rating MSCI nelle proprie valutazioni conferma i risultati già visti con Refinitiv. Anche per MSCI, infatti, Enel risulta essere una delle società migliori per quanto riguarda i punteggi ESG, valutandola con il punteggio massimo “AAA”.

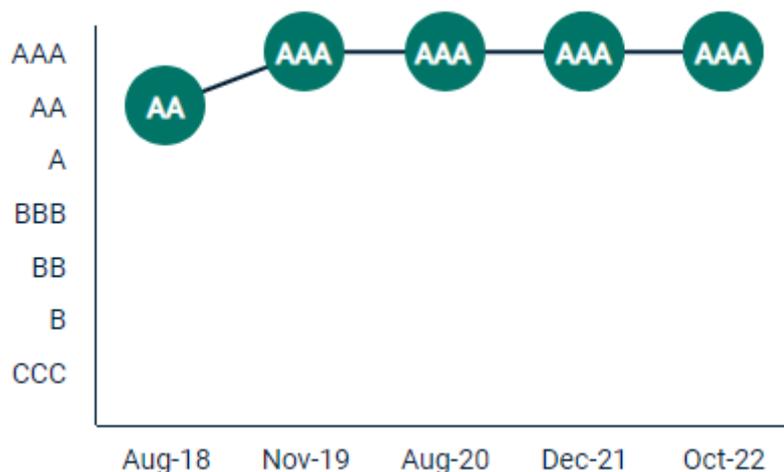


Figura 33. Valutazione ESG di Enel negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI

L'agenzia di rating valuta molto positivamente la posizione di Enel per quanto riguarda il consumo intelligente di acqua e per le ridotte emissioni di carbonio e di sostanze tossiche, esaltando inoltre la posizione da leader della società nel processo di transizione ecologica. Come è possibile mostrare dalla Figura 34. Enel mostra di non essere particolarmente dietro ai competitor del settore in base ai fattori chiave ESG identificati da MSCI. L'unico appunto fatto dall'agenzia di rating riguarda la gestione e il comportamento non ottimale per alcune attività di business da parte del management della società italiana.

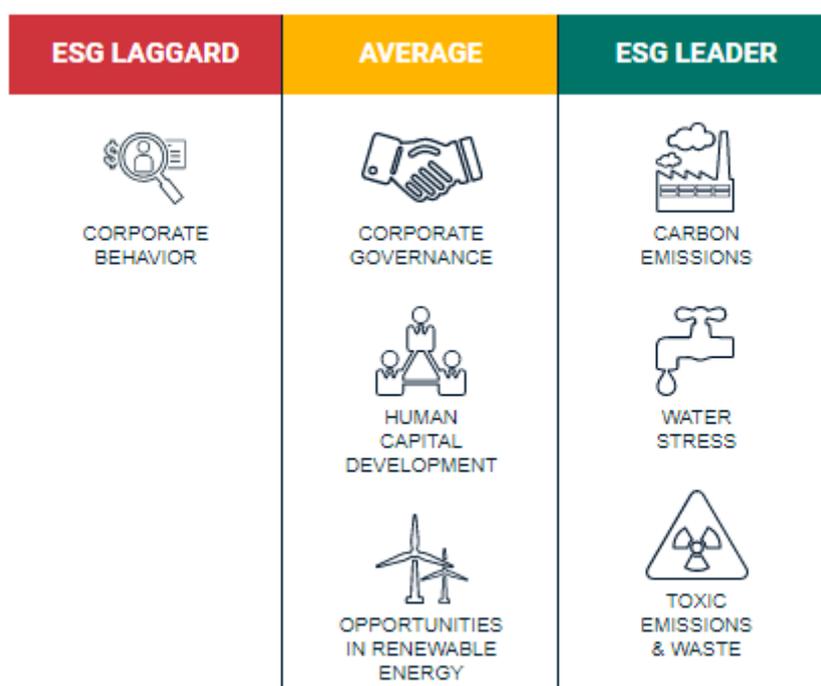


Figura 34. Posizionamento di Enel all'interno del proprio settore. Fonte MSCI

Il tool di MSCI sul mantenimento della temperatura globale stima un perfetto allineamento da parte di Enel con gli accordi della Cop 21 sul mantenimento dell'innalzamento della temperatura globale al di sotto degli 1,5°.

Infine, MSCI valuta molto positivamente la posizione di Enel per quanto concerne le controversie ESG. Gli unici casi preoccupanti identificati dall'agenzia di rating riguardano l'area Social per via delle relazioni a volte non ottimali con i clienti.

#### **4.3.6.3 Considerazioni**

Entrambe le agenzie di rating, Refinitiv e MSCI, concordano nel valutare la posizione di Enel riguardo la tematica ESG in maniera estremamente positiva. L'azienda italiana è infatti leader del proprio settore nel campo della sostenibilità.

Seppur Refinitiv e MSCI concordino sull'impegno di Enel nel campo sociale ed ambientale, le due agenzie hanno pareri divergenti riguardo le controversie ESG.

MSCI non rileva gravi casi di controversie contro l'azienda italiana, muovendo critiche soltanto alla gestione dei rapporti con i clienti.

Al contrario Refinitiv valuta negativamente Enel per quanto riguarda il punteggio delle controversie ESG. L'agenzia si sofferma principalmente sulla presenza di numerose accuse mosse contro Enel in merito a comportamenti anti-competitivi.

Le suddette considerazioni dimostrano come la presenza di un rating dedicato sul tema delle controversie ESG fa sì che Refinitiv entri maggiormente nel dettaglio rispetto a MSCI. Gran parte delle volte, come in questo caso, tale differenza si traduce in una valutazione peggiore da parte di Refinitiv, nell'ambito delle controversie ESG, per le aziende in esame.

Nessuna delle due agenzie di rating rileva, infine, casi di controversie ambientali nei confronti di Enel.

## 4.3.7 Engie SA.

### 4.3.7.1 L'analisi di Refinitiv

A differenza di Enel, l'azienda francese Engie SA. non è considerata da Refinitiv come una delle società leader del settore elettrico per quanto riguarda il grado di sostenibilità, nonostante comunque presenti un punteggio ESG pari ad "A-".

Negli ultimi cinque anni, l'azienda ha ottenuto un punteggio ESG medio di 73,15. Per Engie, i pilastri Ambiente, Sociale e Governance hanno un peso rispettivamente del 42,52%, 33,86% e 23,62% nella ponderazione del punteggio ESG.

Dei tre pilastri che compongono il punteggio ESG complessivo, il pilastro Ambientale ha ottenuto i risultati migliori, con un punteggio medio a cinque anni di 73,53, seguito dal pilastro Governance (Punteggio medio: 72,98) e quindi dal pilastro Sociale (Punteggio medio: 72,79).



Figura 35. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Engie SA (FY2021). Fonte: Refinitiv

Il trend di valutazione per i tre pilastri è però differente. Se infatti negli ultimi cinque anni l'area Social e quella Governance sono migliorate, partendo da un punteggio di "B-" fino ad arrivare ad "A+", la dimensione Ambientale, che come esplicitato presenta il peso relativo maggiore, è peggiorata gradualmente nell'arco del tempo.

In particolare, Engie SA. non risulta essere efficiente nel ridurre le emissioni di CO2 e di sostanze dannose per l'ambiente, e nello sviluppare strategie di rinnovamento nel processo di transizione ecologica.

La tendenza nel peggiorare il proprio punteggio ESG trova l'apice nella valutazione delle controversie ESG. Negli ultimi cinque anni la società francese è passata, infatti, dal ricevere una valutazione di "B+" a subire un declassamento fino a "D+". Refinitiv rileva per Engie, nello specifico, casi legati a comportamenti anti-competitivi e atteggiamenti fraudolenti.

#### 4.3.7.2 L'analisi di MSCI

MSCI valuta in crescita il punteggio ESG di Engie SA. per gli ultimi cinque anni. La società francese è infatti passata dall'essere considerata un'azienda nella media, al farsi spazio in mezzo alle compagnie leader del settore di appartenenza.

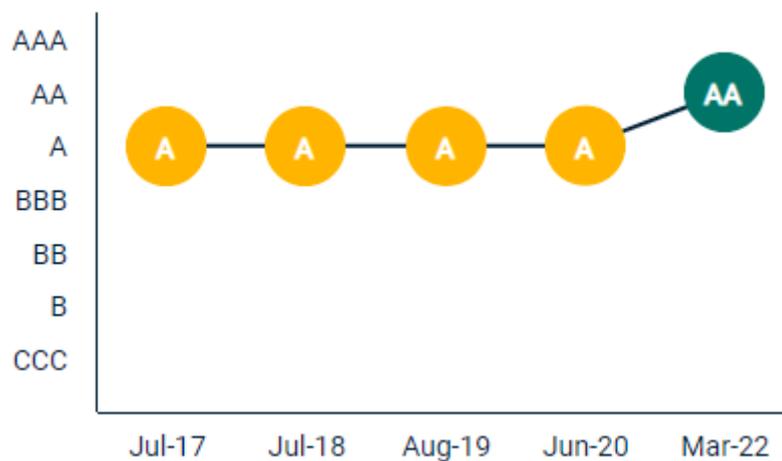


Figura 36. Valutazione ESG di Engie SA. negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI

MSCI esalta l'impegno di Engie SA. nella gestione del rischio idrico e nell'utilizzo efficiente delle risorse. Altre note positive su cui si sofferma l'agenzia di rating sono: la capacità della società francese di gestire i rapporti con le comunità locali con cui ha a che fare e gli sforzi attuati per la generazione di opportunità per quest'ultime, e le politiche in materia di conflitti e diritti umani. Inoltre, MSCI valuta positivamente le condizioni di lavoro dei dipendenti di Engie e le possibilità di crescita offerte dall'azienda.

Per i rimanenti punteggi chiave esaminati dall'agenzia di rating, Engie risulta essere in linea con le valutazioni medie del settore di appartenenza.

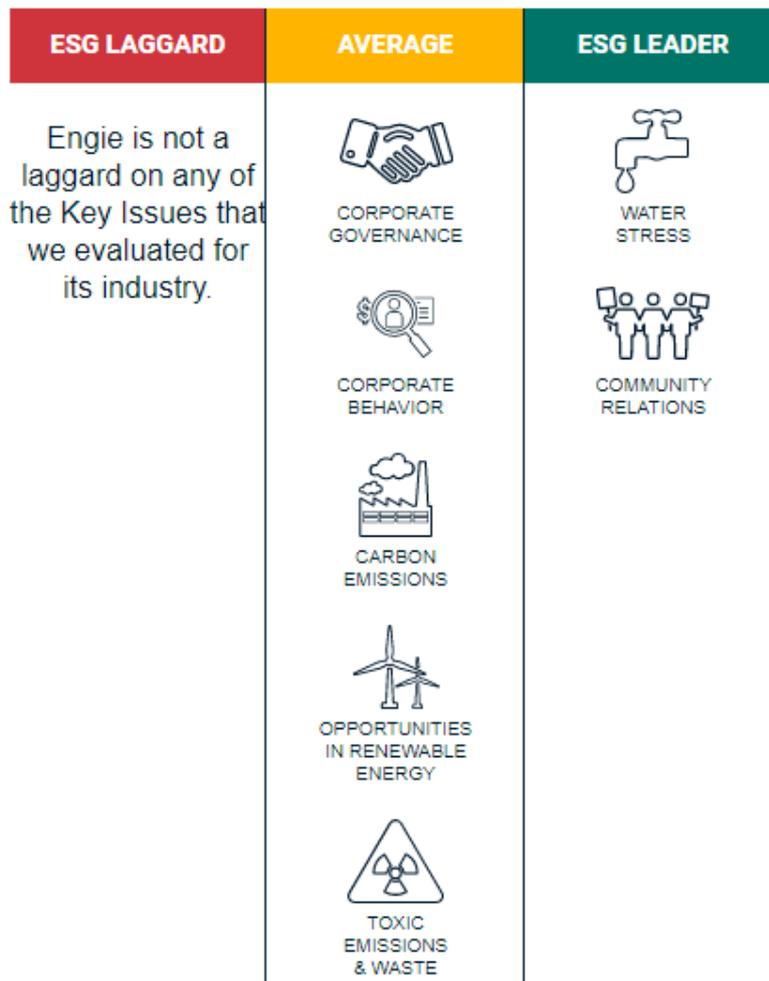


Figura 37. Posizionamento di Engie SA. all'interno del proprio settore. Fonte MSCI

Per quanto riguarda il tool di proprietà dell'agenzia di rating sull'analisi del contributo da parte delle aziende esaminate nell'innalzamento della temperatura globale, MSCI stima un leggero disallineamento da parte di Engie con gli obiettivi posti dall'Accordo di Parigi.

Le valutazioni migliori nei confronti della società elettrica francese arrivano però nell'ambito controversie ESG. MSCI non rileva, infatti, particolari casi di controversie per nessuno dei tre pilastri.

### 4.3.7.3 Considerazioni

La società elettrica Engie SA. occupa una posizione leggermente superiore rispetto alla media nel settore di appartenenza in ambito ESG. La compagnia ha visto le proprie valutazioni migliorare nel corso degli ultimi cinque anni.

Dalle indagini precedenti emergono giudizi diversi da parte di Refinitiv e MSCI nei confronti di Engie per alcuni parametri ESG. MSCI esalta l'attenzione che l'azienda francese dedica al rischio idrico, mentre Refinitiv indica l'assenza di tecnologie adatte e funzionali per la salvaguardia delle risorse idriche. Come spesso è stato possibile osservare dalle analisi dell'elaborato, le maggiori differenze tra le valutazioni delle due agenzie di rating ricadono sulle controversie ESG.

Refinitiv riserva per Engie un punteggio pari a "D+", certamente non positivo né all'altezza dei rating visti per i tre pilastri ESG, facendo emergere casi di condotte che vanno contro i valori della sostenibilità.

Per MSCI invece la società francese agisce nel rispetto dei suddetti valori, non riscontrando perciò casi di controversie per nessuna delle tre dimensioni ESG. La Figura 38. mostra come ogni area abbia l'indicatore relativo ai casi di controversie pari a "G" (Green), il che significa che la società non è coinvolta in casi di controversie degni di nota.

<b>Environment</b>	<b>G</b>
<b>Social</b>	<b>G</b>
Customers	<b>G</b>
Human Rights & Community	<b>G</b>
Labor Rights & Supply Chain	<b>G</b>
<b>Governance</b>	<b>G</b>

Figura 38. Valutazione degli indici di controversie ESG per Engie SA. Fonte: MSCI

## 4.3.8 E.ON.SE

### 4.3.8.1 L'analisi di Refinitiv

La valutazione che Refinitiv conferisce alla compagnia elettrica tedesca E.ON.SE è pari a “B+”, coerente con la tendenza degli ultimi cinque anni, durante i quali la società ha ricevuto un punteggio ESG medio di 71,92. Per E.ON, i pilastri Ambiente, Sociale e Governance hanno un peso rispettivamente del 42,52%, 33,86% e 23,62% nella ponderazione del punteggio ESG, in linea con le società all'interno del settore di appartenenza.

Dei tre pilastri che compongono il punteggio ESG complessivo, il pilastro Governance ha ottenuto i risultati migliori, con un punteggio medio a cinque anni di 84,00, seguito dal pilastro Sociale (punteggio medio: 80,16) e quindi dal pilastro Ambientale (punteggio medio: 58,65).



Figura 39. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per E.ON.SE (FY2021). Fonte: Refinitiv

A influenzare negativamente il pilastro ambientale sono soprattutto l'uso poco efficiente delle risorse, non sono documentati target per ridurre e ottimizzare lo sfruttamento delle risorse idriche ed energetiche, e la mancanza di strategie e progetti innovativi tendenti alla transizione ecologica verso la quale inevitabilmente il mondo si sta dirigendo.

Il punteggio ESG per E.ON non annovera dunque l'azienda tra le migliori per il comparto in esame. Dalle analisi di Refinitiv emerge però l'attenzione della società tedesca nel non incappare in casi di

controversie ESG. A differenza delle analisi per tutte le precedenti società del campione, infatti, E.ON.SE presenta una valutazione delle controversie tale da non impattare negativamente il punteggio ESG combinato.

#### 4.3.8.2 L'analisi di MSCI

MSCI indica E.ON come una delle aziende leader del comparto elettrico. La valutazione, pari ad "AA" è rimasta costante negli ultimi cinque anni.

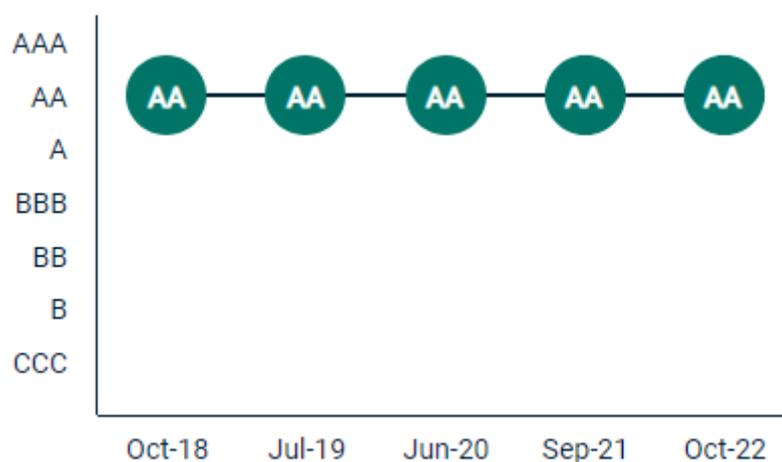


Figura 40. Valutazione ESG di E.ON SE negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI

L'agenzia di rating valuta molto positivamente la società tedesca per quanto riguarda l'area di corporate governance, ovvero l'impatto che la proprietà e il consiglio di amministrazione dell'azienda hanno sugli investitori, e per gli sforzi attuati allo scopo di gestire i rischi e le opportunità legati al clima.

Non vi sono parametri ESG per i quali MSCI fornisce una valutazione inferiore rispetto alla media del settore di riferimento.

Dal punto di vista del contributo dell'azienda nel mantenere limitato l'innalzamento della temperatura globale, l'agenzia di rating stima un disallineamento rispetto al target massimo di 1,5°.

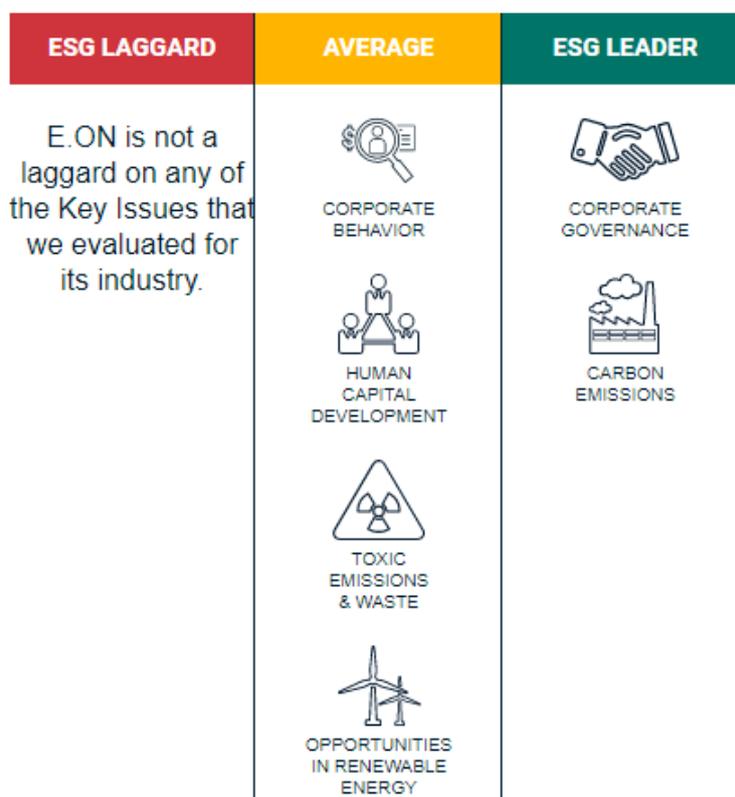


Figura 41. Posizionamento di E.ON SE all'interno del proprio settore. Fonte MSCI

Infine, MSCI rileva casi di controversie ESG mossi nei confronti di E.ON SE con riferimento all'area Social. L'agenzia di rating critica nello specifico la società tedesca per via di controversie legate alle relazioni con il cliente.

#### 4.3.8.3 Considerazioni

Le agenzie di rating Refinitiv e MSCI riscontrano pareri discordanti riguardo il grado di sostenibilità della società tedesca E.ON SE.

La valutazione di Refinitiv pone, infatti, l'azienda esaminata poco al di sopra della media del settore di appartenenza, indicando il pilastro Ambientale come punto debole tra i parametri ESG.

MSCI, invece, indica E.ON come una delle aziende leader del comparto elettrico e anzi, esattamente al contrario di ciò visto sopra con Refinitiv, esalta l'impegno della società tedesca nell'implementazione di strategie improntate sulla salvaguardia dell'ambiente.

Anche sul tema delle controversie ESG le due agenzie di rating analizzano E.ON in maniera differente. Se solitamente l'elaborato ha mostrato una severità maggiore da parte di Refinitiv

rispetto a MSCI nel valutare le controversie ESG, in questo caso si è di fronte alla situazione opposta. E.ON è infatti valutata positivamente da Refinitiv che non individua particolari casi di controversie, mentre MSCI si sofferma su alcuni atteggiamenti della società tedesca nei confronti del cliente reputandoli non idonei.

#### **4.3.9 EDF**

Per la società Électricité de France S.A non è stato possibile effettuare l'analisi sulla valutazione dell'azienda da parte di MSCI. Nonostante, infatti, EDF sia la maggiore azienda produttrice e distributrice di energia in Francia, essa non è presente nel database dell'agenzia di rating preso in esame dall'elaborato.

Per tale motivo, dunque, il paragrafo sarà dedicato all'analisi della società francese da parte di Refinitiv.

##### **4.3.9.1 L'analisi di Refinitiv**

EDF presenta una valutazione complessiva per il punteggio ESG pari a B+. Relativamente al punteggio ESG combinato, invece, il valore sostenibile della società diminuisce per via della valutazione fortemente negativa delle controversie ESG.

Negli ultimi 5 anni, l'azienda ha ottenuto un punteggio ESG medio di 71,90. Il pilastro Ambientale è migliorato costantemente fino a raggiungere il massimo punteggio di "A+", a differenza delle aree Social e Governance per le quali in generale c'è stato un peggioramento negli indicatori esaminati. Per EDF, i pilastri Ambiente, Sociale e Governance hanno un peso rispettivamente del 42,52%, 33,86% e 23,62% nella ponderazione del punteggio ESG, in linea con le società all'interno del settore di appartenenza.

Dei tre pilastri che compongono il punteggio ESG complessivo, il pilastro Ambientale ha ottenuto i risultati migliori, con un punteggio medio a 5 anni di 82,77, seguito dal pilastro Sociale (punteggio medio: 77,95) e quindi dal pilastro Governance (punteggio medio: 43,68).



Figura 42. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per EDF (FY2021). Fonte: Refinitiv

Seppur il rating per l'area Social non abbia un punteggio molto elevato, l'unico indicatore valutato molto negativamente da Refinitiv riguarda il parametro "Community" con il quale l'agenzia di rating critica la mancanza di iniziative benefiche da parte di EDF.

Come esplicitato, però, le valutazioni peggiori si concentrano sull'area Governance. In particolare, Refinitiv valuta negativamente la gestione aziendale e la ridotta tutela nei confronti degli azionisti, tali indicatori ricevono rispettivamente i punteggi "C" e "C-".

Infine, anche sul tema controversie ESG, EDF riceve valutazioni aspramente negative. Il punteggio "D-", il più basso nella scala di valutazione utilizzata da Refinitiv, fa sì che il rating combinato ESG scenda fino al valore di "C".

I casi di controversie analizzati da Refinitiv riguardano le condizioni di lavoro e di sicurezza dei dipendenti di EDF, oltre ad alcuni casi di violazioni di norme relative alla privacy.

## 4.3.10 Iberdrola

### 4.3.10.1 L'analisi di Refinitiv

Refinitiv valuta la società spagnola Iberdrola come una delle aziende leader del settore *Utilities* alle questioni ESG. L'agenzia di rating ha mantenuto costante la valutazione nei confronti di Iberdrola negli ultimi cinque anni. L'unica nota negativa riguarda le controversie ESG. Per via di casi verificatisi negli ultimi anni, infatti, la società spagnola è stata declassata, passando da un punteggio pari ad "A" ad un punteggio pari a "C-". Le controversie individuate da Refinitiv riguardano nello specifico controversie legate ad alcuni comportamenti anti-competitivi e poco etici da parte di Iberdrola.

Negli ultimi cinque anni, l'azienda ha ottenuto un punteggio ESG medio di 86,80. Per Iberdrola, i pilastri Ambiente, Sociale e Governance hanno un peso rispettivamente del 42,50%, 32,50% e 25,00% nella ponderazione del punteggio ESG, in linea con le società all'interno del settore *Electric Utilities*.

Dei tre pilastri che compongono il punteggio ESG complessivo, il pilastro Ambientale ha ottenuto i risultati migliori, con un punteggio medio a cinque anni di 93,72, seguito dal pilastro Sociale (punteggio medio: 92,11) e quindi dal pilastro Governance (punteggio medio: 68,16).



Figura 43. Valutazione ESG da parte di Refinitiv per Iberdrola (FY2021). Fonte: Refinitiv

Dalle suddette analisi risulta quindi che il pilastro meno curato da Iberdrola è quello relativo alla Governance. Il motivo della valutazione risiede nella non sufficiente tutela nei confronti degli azionisti da parte di Iberdrola.

Per quanto riguarda l'area Ambientale spicca invece l'eccellente impegno mostrato dalla società spagnola in tutti i parametri fondamentali per la valutazione del pilastro, ovvero: sfruttamento delle risorse (punteggio assegnato "A+"), emissioni (punteggio assegnato "A+"), innovazione (punteggio assegnato "A+").

#### 4.3.10.2 L'analisi di MSCI

L'agenzia di rating MSCI concorda con Refinitiv nell'identificare Iberdrola come una delle aziende del settore elettrico maggiormente interessata alla tematica ESG. Il punteggio che l'agenzia di rating ha assegnato alla società spagnola negli ultimi cinque anni è infatti "AAA", valore massimo della scala di valutazione di MSCI.

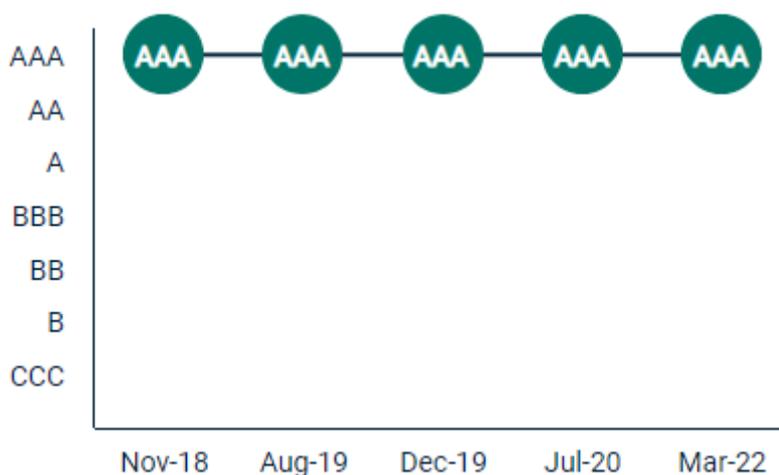


Figura 44. Valutazione ESG di Iberdrola negli ultimi cinque anni. Fonte: MSCI

Secondo le stime di MSCI riguardo il contributo delle aziende nell'innalzamento della temperatura globale, Iberdrola risulta essere allineata con gli obiettivi della COP 21 per il mantenimento dell'innalzamento al di sotto degli 1,5°.

Come si nota dalla Figura 45. MSCI considera Iberdrola tra le aziende leader per quanto riguarda le emissioni di carbonio e di sostanza tossiche, l'utilizzo di fonti rinnovabili e l'efficienza dimostrata

dalla società spagnola nell'impiego delle risorse idriche. Inoltre, MSCI elogia Iberdrola per la gestione e i comportamenti che l'azienda adotta nei confronti delle comunità locali.

Non vi sono parametri ESG per i quali MSCI fornisce una valutazione inferiore rispetto alla media del settore di riferimento.

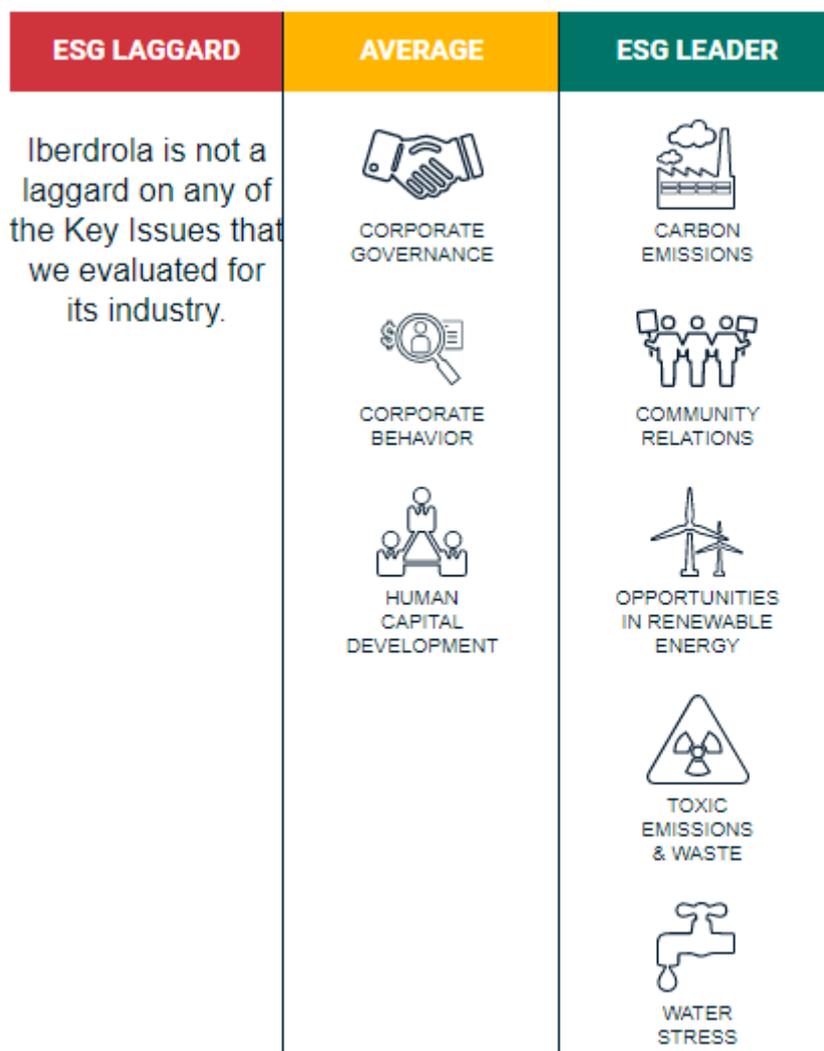


Figura 45. Posizionamento di Iberdrola all'interno del proprio settore. Fonte MSCI

Nonostante le ottime valutazioni assegnate da MSCI sul tema sostenibilità, l'agenzia di rating individua nei confronti di Iberdrola casi di controversie legati a tutti e tre i pilastri ESG. In particolare, l'agenzia di rating si sofferma su controversie impattanti i diritti umani.

#### **4.3.10.3 Considerazioni**

Refinitiv e MSCI concordano nel considerare Iberdrola una delle aziende più sostenibili nel settore di appartenenza. Per entrambe le agenzie di rating il trend di valutazione è costante negli ultimi cinque anni e il pilastro che ottiene punteggi più elevati è quello Ambientale.

Anche i commenti sulla Governance sono simili, essa risulta infatti essere l'aspetto ESG che Iberdrola cura meno, ma che in ogni caso mantiene punteggi coerenti con la media del settore. Da considerare comunque che l'area Governance abbia il peso relativo più basso nel confronto tra i pilastri ESG, e per tale motivo il punteggio ESG finale non risulta esserne molto impattato.

L'unico punto sul quale le due agenzie di rating divergono leggermente è la valutazione delle controversie ESG. Sia Refinitiv che MSCI individuano casi di controversie, ma i motivi risultano diversi. Refinitiv fa emergere casi legati alla Governance e a condotte anti-competitive nei confronti del mercato, mentre MSCI si concentra di più sulle controversie legate al pilastro Social individuando casi che impattano i diritti umani e i rapporti con le comunità locali.

### 4.3.11 Confronto orizzontale per il comparto dell'elettrico e delle Utilities

Il presente paragrafo ha lo scopo di effettuare un confronto orizzontale tra le aziende precedentemente analizzate e appartenenti al comparto dell'elettrico e delle Utilities. L'analisi si avvarrà del supporto dei dati ricavati dal database di Refinitiv. L'agenzia di rating contiene infatti nel proprio database informazioni di 243 compagnie, tra cui Enel e Iberdrola, del settore "Electric Utilities & IPPs" e di 42 compagnie, tra cui E.ON, Engie ed EDF, del settore "Multiline Utilities<sup>23</sup>". In base ai dati a disposizione Refinitiv stila periodicamente classifiche dedicate all'Universo ESG. Come detto, dunque, al fine di effettuare un confronto ancor più consistente, l'agenzia di rating suddivide il comparto delle Utilities in altre due macrocategorie. L'elaborato le analizzerà entrambe al fine di esaminare il collocamento delle aziende prese in esame all'interno del settore di appartenenza.

Enel è considerata, tra le aziende del campione in esame, la società più attenta e interessata alla sostenibilità e al rispetto dei parametri ESG. Le eccellenti valutazioni ricevute specialmente per i pilastri Ambientale e Sociale, fanno sì che Enel occupi la prima posizione tra le aziende del settore "Electric Utilities & IPPs" relativamente al punteggio ESG.

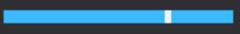
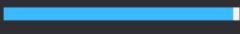
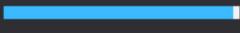
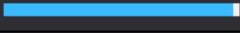
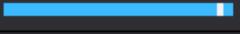
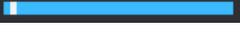
Company Ranking Compared to	Refinitiv ESG Universe	Refinitiv ESG Universe	Electric Utilities & IPPs
Number of Companies	11,529		243
ESG Combined Score	3,459		104
ESG Score	15		1
Environmental Pillar Score	43		4
Social Pillar Score	26		1
Governance Pillar Score	852		27
ESG Controversy Score	11,256		235

Figura 46. Posizionamento di Enel nella classifica ESG per il settore Electric Utilities & IPPs

La Figura 46. però racconta anche il lato negativo di Enel. La società si colloca, infatti, tra le ultime posizioni nella classifica delle aziende valutate da Refinitiv per quanto riguarda le controversie ESG, una questione molto impattante che catapulta Enel al 104° posto della classifica relativa al punteggio combinato ESG.

<sup>23</sup> Settore che include le società di servizi pubblici con operazioni significative in più servizi di pubblica utilità come ad esempio elettricità, gas naturale, acqua.

Da notare come Enel risulti essere la miglior azienda per grado di sostenibilità in riferimento all'area Social per il campione di 243 aziende valutato da Refinitiv e addirittura al 26° posto nella classifica riguardante l'intero Universo ESG considerato dall'agenzia di rating.

L'altra azienda del campione esaminato dall'elaborato e appartenente al comparto "Electric Utilities & IPPs" è Iberdrola. La società spagnola mostra ottimi punteggi ESG per le aree Ambientale e Sociale, collocandosi rispettivamente al sesto e terzo posto nella classifica del comparto in esame. La Figura 47. mostra però la poca sensibilità di Iberdrola nei confronti della Governance. Per via della già citata mancanza di tutela nei confronti degli azionisti, l'azienda riceve da Refinitiv valori coerenti con la media del settore, ma comunque non sufficienti a mantenere l'elevato grado di sostenibilità raggiunto con gli altri due pilastri ESG. Inoltre, come visto anche con Enel, i casi di controversie fanno sì che l'azienda, in riferimento al punteggio ESG Combinato, perda molte posizioni nella classifica del settore.

Company Ranking Compared to	Refinitiv ESG Universe	Refinitiv ESG Universe	Electric Utilities & IPPs
Number of Companies	11,529		243
ESG Combined Score	2,881		83
ESG Score	133		7
Environmental Pillar Score	57		6
Social Pillar Score	52		3
Governance Pillar Score	3,979		101
ESG Controversy Score	11,114		233

Figura 47. Posizionamento di Iberdrola nella classifica ESG per il settore Electric Utilities & IPPs

In merito, invece, al comparto delle "Multiline Utilities", come anticipato Refinitiv esamina 42 aziende, tra cui le ultime tre aziende appartenenti al campione esaminato dall'elaborato: Engie SA., E.ON.SE., EDF.

Engie SA. si colloca al quarto posto in merito al punteggio ESG. Il pilastro meno efficiente, e di maggior impatto per il punteggio ESG, è quello ambientale. Dalle analisi affrontate nei precedenti paragrafi, le emissioni di CO2 e di sostanze dannose per l'ambiente risultano essere la causa delle valutazioni non ottimali.

Le peggiori valutazioni ricadono però nella valutazione dei parametri relativi alle controversie ESG. La società francese si colloca, infatti, tra le ultime posizioni della classifica stilata da Refinitiv per il settore esaminato.

Company Ranking Compared to	Refinitiv ESG Universe	Refinitiv ESG Universe	Multiline Utilities
Number of Companies	11,529		42
ESG Combined Score	4,617		22
ESG Score	816		4
Environmental Pillar Score	2,145		15
Social Pillar Score	582		3
Governance Pillar Score	594		9
ESG Controversy Score	11,225		39

Figura 48. Posizionamento di Engie SA. nella classifica ESG per il settore Multiline Utilities

La società tedesca E.ON.SE riceve punteggi inferiori rispetto alla compagnia concorrente francese sia per il pilastro Ambientale che per quello Sociale, mentre agisce in maniera più sostenibile di Engie per quanto concerne l'area della Governance. Nonostante ciò, E.ON.SE risulta essere l'azienda leader in Germania in merito alle questioni ESG per il settore di appartenenza.

Inoltre, il punteggio combinato ESG per la società tedesca assegnato da Refinitiv colloca l'azienda in settima posizione rispetto al campione di 42 aziende facenti parte del settore "Multiline Utilities". Ciò è dato dalla valutazione sulle controversie ESG che Refinitiv conferisce a E.ON.SE che, come osservato dalla Figura 49. è migliore rispetto alla valutazione ricevuta da Engie per lo stesso parametro.

Company Ranking Compared to	Refinitiv ESG Universe	Refinitiv ESG Universe	Multiline Utilities
Number of Companies	11,529		42
ESG Combined Score	1,604		7
ESG Score	1,317		8
Environmental Pillar Score	3,012		19
Social Pillar Score	945		4
Governance Pillar Score	362		4
ESG Controversy Score	10,805		32

Figura 49. Posizionamento di E.ON.SE nella classifica ESG per il settore Multiline Utilities

L'ultima azienda del campione preso in esame è EDF. Refinitiv valuta la società francese sopra la media del settore per quanto riguarda l'area Sociale e la Governance, mentre per quanto riguarda il pilastro Ambientale fornisce una valutazione coerente con la media del settore. Il punteggio ESG fa sì che EDF si collochi in mezzo tra le altre due aziende esaminate.

La Figura 49. mostra però la grande inefficienza di EDF in merito alle controversie ESG. L'azienda francese è infatti all'ultimo posto nella classifica delle 42 società esaminate da Refinitiv per il settore delle "Multiline Utilities". La conseguenza è il crollo della valutazione ESG e l'assegnazione di un punteggio combinato ESG tale da porre EDF al 32° posto della classifica stilata dall'agenzia di rating.

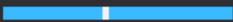
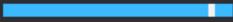
Company Ranking Compared to	Refinitiv ESG Universe	Refinitiv ESG Universe	Multiline Utilities
Number of Companies	11,529		42
ESG Combined Score 	6,572		32
ESG Score 	1,263		7
Environmental Pillar Score 	141		2
Social Pillar Score 	2,152		9
Governance Pillar Score 	7,336		35
ESG Controversy Score 	11,442		42

Figura 50. Posizionamento di EDF nella classifica ESG per il settore Multiline Utilities

## Conclusioni

Nell'ultimo ventennio il mondo della finanza si è evoluto. Se prima il fine economico era l'unico obiettivo delle imprese e degli investitori, ad oggi le tematiche ambientali e del sociale hanno preso sempre più piede. Questo processo di innovamento è stato accentuato dal cambiamento climatico, dal verificarsi di catastrofi ambientali, dallo sviluppo di una società sempre più attenta e sensibile all'inclusività e ai principi di uguaglianza. La parola che meglio riassume tali concetti è sostenibilità.

Ma come catalogare e differenziare le imprese in base al grado di sostenibilità da esse assunto?

Proprio in risposta a tale esigenza nasce il concetto ESG. I fattori ESG sono dei parametri che misurano l'impegno di un'impresa nel perseguire obiettivi sostenibili sulla base di tre dimensioni: Environmental (ambientale), Social (sociale) e Governance.

Il primo proposito dell'elaborato è dunque stato quello di affrontare la tematica ESG, dalla nascita del concetto alla sua evoluzione, analizzandone vantaggi, opportunità e limiti. L'attenzione si è concentrata specialmente sulla finanza sostenibile in Europa e sulle norme imposte dalla Commissione Europea per il raggiungimento degli obiettivi posti dall'Agenda 2030, il trattato per mezzo del quale l'Unione Europea si impegna nella transizione verso modelli di crescita includenti tematiche ambientali.

Il focus si è successivamente spostato sulla valutazione degli indicatori ESG e i relativi impatti che essi hanno sul processo decisionale che porta gli investitori a finanziare un'impresa anziché un'altra. Per perseguire tale proposito, in primis è stata consultata la letteratura e gli studi affrontati nel corso degli anni sulla tematica dei fattori ESG e sulle correlazioni tra di essi e con le performance economiche delle aziende. Successivamente sono state esaminate le principali agenzie di rating, analizzando gli indicatori e le metodologie impiegate per la valutazione dei parametri ESG delle aziende. Già da questa prima analisi è risultato chiaro come le agenzie di rating utilizzino approcci diversi per misurare la sostenibilità di un'azienda. Seppur vi siano delle somiglianze, in particolare l'attenzione rivolta ai tre pilastri della sostenibilità (Ambiente, Sociale e Governance), il peso dei fattori analizzati, le scale di punteggio, le misure e le metodologie di valutazione, le fonti da cui vengono reperite le informazioni sulle aziende esaminate, differiscono tra le agenzie di rating.

Il risultato è dunque una confusione generale all'interno del mondo della finanza sostenibile per via della mancanza di norme e di una standardizzazione nella valutazione dei fattori ESG di una azienda. La diretta conseguenza è la presenza di informazioni discordanti nei confronti di una stessa impresa da parte di più agenzie di rating. Questo implica anche un impatto negativo sui portafogli di investimento. Data la mancanza di informazioni coerenti e accurate, infatti, gli investitori si trovano in difficoltà nel finanziare un'azienda anziché un'altra sulla base del grado di sostenibilità. Ciò provoca, dunque, *underinvestment* nel settore degli investimenti sostenibili e responsabili (SRI).

A seguire, data la vastità della tematica, l'elaborato è entrato più nel dettaglio nello studio della sostenibilità all'interno del settore energetico. Il comparto, infatti, è tra i più impattati e impattanti nel processo di transizione ecologica iniziato negli ultimi anni. Per caratteristiche intrinseche, il settore energetico è nella cerchia dei maggiori contributori al riscaldamento globale; le norme stabilite a partire dall'Accordo di Parigi e l'obiettivo della decarbonizzazione hanno portato le aziende del settore ad innovarsi ed impegnarsi fortemente nella realizzazione di un mondo più sostenibile.

L'ultima parte dell'elaborato ha dunque lo scopo di affrontare le tematiche ESG, precedentemente esaminate ad alto livello, entrando nel dettaglio del settore energetico e mostrando evidenze empiriche riguardo l'impatto dei fattori ESG su di esso. A tal proposito è stato individuato un campione di imprese operanti nel settore di interesse e per ognuna delle società sono stati esaminati i fattori ESG e le valutazioni di essi, negli ultimi cinque anni, da parte di due agenzie di rating: Refinitiv e MSCI. Come già ampiamente discusso durante il corso dell'elaborato, ciò che risulta dall'analisi è che le agenzie di rating, per via di indici e metodologie differenti, valutano diversamente le aziende del campione.

L'obiettivo dei casi studio è stato dunque quello di verificare l'ipotesi portata avanti fin dall'inizio dall'elaborato. I fattori ESG sono al centro della società attuale e la loro importanza continuerà a crescere esponenzialmente ancora nei prossimi anni. Finché però non sarà definita una standardizzazione dei modelli di valutazione e la moltitudine di indicatori ESG non sarà regolata da apposite norme, l'incertezza all'interno del settore degli investimenti non potrà essere superata e di conseguenza gli SRI continueranno a rivelarsi sub-ottimali.

## Bibliografia

Baker, M., Egan, M.L., Sarkar, S.K. (2022). *How do investors value ESG?*

Barnett, M.L., Salomon, R.M (2006). *Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance.*

Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino C., Pelizzon, L. (2022). *Sustainable finance: A journey toward ESG and climate risk.*

Billio, M., Costola, M., Hristova, I., Latino C., Pelizzon, L. (2022). *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and Performance.*

Bolton, P., Kacperczyk, M. (2020). *Do Investors Care about Carbon Risk?*

Chatterji, A. K., Levine, D. I., Toffel, M. W. (2009). *How well do social ratings actually measure corporate social responsibility?*

Chatterji, A.K., Toffel, M.W. (2010). *How firms respond to being rated.*

Chen, Y.C., Hung, M., Wang, Y. (2018). *The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities.*

EY (2020). *2020 EY climate change and sustainability services institutional investor survey*

Flammer, C., Kacperczyk, A. (2019). *Corporate social responsibility as a defense against knowledge spillovers: Evidence from the inevitable disclosure doctrine.*

Flammer, C.; Hong, B.; Minor, D. (2019). *Corporate governance and the rise of integrating corporate social responsibility criteria in executive compensation: Effectiveness and implications for firm outcomes.*

Godfrey, P.C. (2005). *The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective.*

Jayachandran, S., Kalaignanam, K., Eilert, M. (2013). *Product and environmental social performance: Varying effect on firm performance.*

Kaul, A., Luo, J. (2018). *An economic case for CSR: The comparative efficiency of for-Profit firms in meeting consumer demand for social goods.*

Koh, P.S., Qian, C., Wang, H. (2014). *Firm litigation risk and the insurance value of corporate social performance*.

Kölbels, J.F., Busch, T., Jancso, L.M. (2017). *How media coverage of corporate social irresponsibility increases financial risk*.

Latino, C., Pelizzon, L., Rzeknik, A. (2021). *The power of ESG ratings on stock markets*.

Manchiraju, H., Rajgopal, S. (2017). *Does corporate social responsibility (CSR) create shareholder value? Evidence from the Indian Companies Act 2013*.

Manso, G. (2013). *Feedback effects of credit ratings*.

Matsumura, E.M., Prakash, R., Vera-Muñoz, S.C. (2014). *Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures*.

Muller, A., Kräussl, R. (2011). *Doing good deeds in times of need: A strategic perspective on corporate disaster donations*.

Netto, F. et al. (2020). *Concepts and forms of greenwashing: a systematic review*.

Pagano, M.S., Sinclair G., Yang, T. (2018). *Understanding ESG ratings and ESG indexes*.

Parguel et al. (2015). *Can evoking nature in advertising mislead consumers? The power of 'executional greenwashing'*.

Park, S., Oh, K. (2022). *Integration of ESG information into individual investors' corporate investment decisions: Utilizing the UTAUT framework*.

Refinitiv (2022). *Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv*.

Standard Chartered (2021). *Environmental, social and governance (ESG) report 2021*.

Surroca, J., Tribó, J.A., Waddock, S. (2010). *Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources*.

Sustainalytics (2022). *ESG risk ratings*.

Wanday J., Ajour El Zein S. (2022). *Higher expected returns for investors in the energy sector in Europe using an ESG strategy*.

Wang, H., Qian, C. (2011). *Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access.*

Zumente, I., Bistrova, J. (2021). *Do Baltic investors care about environmental, social and governance (ESG)?*

## Sitografia

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

<https://www.robeco.com/it/chi-siamo/robecosam.html>

<https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/sp-global-to-acquire-the-esg-ratings-business-from-robecosam-shell>

<https://www.alleanza.it/educazione-finanziaria-assicurativa/cose-il-regolamento-sfdr/>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/understanding-SFDR/>

<http://www.gsi-alliance.org/>

<https://finance.yahoo.com/>

## Strumenti di ricerca utilizzati per la realizzazione del dataset

<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings-climate-search-tool>

<https://eikon.refinitiv.com/>

## Appendice A

Punteggi di categoria: la tabella seguente elenca i punteggi di categoria assegnati da Refinitiv e le relative definizioni.

<b>Punteggio</b>	<b>Definizione</b>
<b>Punteggio di utilizzo delle risorse</b>	Il punteggio sull'uso delle risorse riflette le prestazioni e la capacità di un'azienda di ridurre l'uso di materiali, energia o acqua e di trovare soluzioni più eco-efficienti migliorando la gestione della catena di approvvigionamento.
<b>Punteggio di riduzione delle emissioni</b>	Il punteggio di riduzione delle emissioni misura l'impegno e l'efficacia di un'azienda verso la riduzione delle emissioni ambientali nei suoi processi produttivi e operativi.
<b>Punteggio di innovazione</b>	Il punteggio di innovazione riflette la capacità di un'azienda di ridurre i costi e gli oneri ambientali per i propri clienti, creando così nuove opportunità di mercato attraverso nuove tecnologie e processi ambientali o prodotti eco-progettati.
<b>Punteggio della forza lavoro</b>	Il punteggio della forza lavoro misura l'efficacia di un'azienda nel generare un ambiente di lavoro sano e sicuro, basato sul rispetto delle diversità e sulle pari opportunità.
<b>Punteggio Refinitiv ESG sui diritti umani</b>	Il punteggio sui diritti umani misura l'efficacia di un'azienda in termini di rispetto delle convenzioni fondamentali sui diritti umani.
<b>Punteggio comunitario Refinitiv ESG</b>	Il punteggio della comunità misura l'impegno dell'azienda nel proteggere la salute pubblica e rispettare l'etica aziendale.
<b>Punteggio di responsabilità di prodotto</b>	Il punteggio di responsabilità del prodotto riflette la capacità di un'azienda di produrre beni e servizi di qualità e sicuri per il cliente, mantenendo l'integrità e la riservatezza dei dati
<b>Punteggio di gestione</b>	Il punteggio di gestione misura l'impegno e l'efficacia di un'azienda nel seguire i principi della governance societaria.
<b>Punteggio degli azionisti</b>	Il punteggio degli azionisti misura l'efficacia di un'azienda nel tutelare gli azionisti.

<b>Punteggio della strategia CSR</b>	Il punteggio della strategia CSR riflette le pratiche di un'azienda nell'integrare le dimensioni economica (finanziaria), sociale e ambientale nei suoi processi decisionali quotidiani.
--------------------------------------	--

## Appendice B

Misure di controversie: la tabella seguente elenca tutte le misure che costituiscono il punteggio della categoria relativa alle controversie ESG per Refinitiv

<b>Categoria</b>	<b>Tipologia</b>	<b>Descrizione</b>
<b>Comunità</b>	Controversie “anti-concorrenziale”	Numero di controversie pubblicate sui media relative a comportamenti anticoncorrenziali (ad esempio, antitrust e monopolio), fissazione dei prezzi o tangenti.
<b>Comunità</b>	Controversie su “Etica aziendale”	Numero di controversie pubblicate sui media legate all'etica aziendale in generale, contributi politici o corruzione e corruzione.
<b>Comunità</b>	Controversie su “Proprietà intellettuale”	Numero di controversie pubblicate dai media relative a brevetti e violazioni della proprietà intellettuale.
<b>Comunità</b>	Controversie su “Paesi critici”	Numero di controversie pubblicate dai media legate ad attività in Paesi critici e antidemocratici che non rispettano i principi fondamentali dei diritti umani.
<b>Comunità</b>	Controversie su “Salute Pubblica”	Numero di controversie pubblicate sui media legate alla salute pubblica o agli incidenti industriali che danneggiano la salute e la sicurezza di terzi (non lavoratori e non clienti).
<b>Comunità</b>	Controversie su “Frode Fiscale”	Numero di controversie pubblicate sui media relative a frodi fiscali, importazioni parallele o riciclaggio di denaro

<b>Diritti umani</b>	Controversie su “Lavoro minorile”	Numero di controversie pubblicate sui media legate all'uso del lavoro minorile.
<b>Diritti umani</b>	Controversie su “ Diritti umani”	Numero di controversie pubblicate sui media legate alle tematiche dei diritti umani
<b>Management</b>	Controversie su “Conteggio dei compensi di gestione”	Numero di controversie pubblicate sui media legate all'alto compenso dei dirigenti o dei consigli di amministrazione.
<b>Responsabilità dei prodotti</b>	Controversie dei consumatori	Numero di controversie pubblicate sui media legate a reclami o insoddisfazioni dei consumatori direttamente legate ai prodotti o ai servizi della società.
<b>Responsabilità dei prodotti</b>	Controversie su “Salute e sicurezza dei Consumatori”	Numero di controversie pubblicate sui media legate alla salute e alla sicurezza dei clienti
<b>Responsabilità dei prodotti</b>	Controversie su “Privacy”	Numero di controversie pubblicate sui media legate alla privacy e integrità dei dipendenti o dei clienti
<b>Responsabilità dei prodotti</b>	Controversie su “Accesso ai prodotti”	Numero di controversie pubblicate sui media legate all'accesso ai prodotti
<b>Responsabilità dei prodotti</b>	Controversie su “Marketing responsabile”	Numero di controversie pubblicate sui media legate alle pratiche di marketing dell'azienda, come l'over-marketing di alimenti malsani per i consumatori vulnerabili
<b>Responsabilità dei prodotti</b>	Controversie su “Ricerca e Sviluppo responsabili”	Numero di controversie pubblicate sui media legate a ricerca e sviluppo responsabili.
<b>Uso delle risorse</b>	Controversie “Ambientali”	Numero di controversie relative all'impatto ambientale delle operazioni della società sulle risorse naturali o sulle comunità locali.

<b>Shareholders</b>	Controversie su “Conti contabili”	Numero di controversie pubblicate dai media legate a questioni contabili aggressive o non trasparenti.
<b>Shareholders</b>	Controversie su “Rapporti privilegiati”	Numero di controversie pubblicate sui media legate a rapporti privilegiati e altre manipolazioni dei prezzi delle azioni.
<b>Shareholders</b>	Controversie su “Diritti degli azionisti”	Numero di controversie pubblicate sui media relative a violazioni dei diritti degli azionisti
<b>Forza Lavoro</b>	Controversie su “Diversità e Opportunità”	Numero di controversie pubblicate sui media legate alla diversità e alle opportunità della forza lavoro (ad esempio, salari, promozione, discriminazione e molestie)
<b>Forza lavoro</b>	Controversie su “Salute e sicurezza degli impiegati”	Numero di controversie pubblicate sui media legate alla salute e alla sicurezza dei lavoratori.
<b>Forza lavoro</b>	Controversie su “Salari o condizioni di lavoro”	Numero di controversie pubblicate sui mezzi di comunicazione legate ai rapporti della società con i dipendenti o relative ai salari o controversie salariali
<b>Forza lavoro</b>	Scioperi	C'è stato uno sciopero o un conflitto di lavoro che ha portato alla perdita di giorni lavorativi?