

**POLITECNICO DI TORINO**

Collegio di Ingegneria Gestionale

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale



Tesi di Laurea di II Livello

**FINANZA SOSTENIBILE**

Relatrice:

Prof.ssa Laura Abrardi

Candidato:

Matteo Mazzocca

Anno Accademico 2022-2023

# INDICE

## 0. ABSTRACT

## 1. DEFINIZIONE, CARATTERISTICHE E STRUMENTI

### 1.1 ESG

#### 1.1.1 DEFINIZIONE

#### 1.1.2 DAGLI ACCORDI DI PARIGI ALL’ACTION PLAN, QUADRO POLITICO

#### 1.1.3 CERTIFICAZIONI ESG

#### 1.1.4 CRITERI

### 1.2 IMPACT INVESTING

#### 1.2.1 DEFINIZIONE

#### 1.2.2 IMPACT INVESTING PLACE BASED

#### 1.2.3 DA ESG A IMPACT INVESTING, LE DIFFERENZE

### 1.3 STRUMENTI FINANZIARI

#### 1.3.1 GREEN ED ESG BOND

##### 1.3.1.1 GREEN BOND

##### 1.3.1.2 NON SOLO GREEN BOND: ALTRI TIPI DI OBBLIGAZIONI A TEMA ESG

##### 1.3.1.3 “USE OF PROCEEDS BONDS” E “SUSTAINABILITY-LINKED BONDS”

##### 1.3.1.4 GSSS E SDGs

##### 1.3.1.5 MERCATO GLOBALE DEI GSSS E INFLUENZA DEI TASSI DI INTERESSE

##### 1.3.1.6 MERCATO DEI GSSS: FOCUS SUI PAESI IN VIA DI SVILUPPO

#### 1.3.2 MICROFINANZA E MICROCREDITO

##### 1.3.2.1 DEFINIZIONE

##### 1.3.2.2 OSTACOLI ALL’INCLUSIONE FINANZIARIA

##### 1.3.2.3 TECNICHE DI MICROCREDITO

#### 1.3.3 SOCIAL IMPACT BOND

##### 1.3.3.1 DEFINIZIONE

##### 1.3.3.2 VANTAGGI DEI SIB

##### 1.3.3.3 SVANTAGGI DEI SIB

## 2. PERFORMANCE, COSTI E BENEFICI

### 2.1 ESG E PERFORMANCE

#### 2.1.1 AUMENTO DELLA PRODUTTIVITA’ DEI DIPENDENTI

#### 2.1.2 INVESTIMENTO E OTTIMIZZAZIONE DEGLI ASSET

- 2.1.3 ESG E PERFORMANCE DEI TITOLI
    - 2.1.4 ESG E GESTIONE DEL RISCHIO
  - 2.2 ESG E COSTO DEL CAPITALE
    - 2.2.1 PROFILI ESG DELLE AZIENDE E COSTO DEL CAPITALE: CORRELAZIONE
    - 2.2.2 RATING, VALUTAZIONI E REDDITIVITÀ
  - 2.3 INFLUENZA ESG SULLE VENDITE
    - 2.3.1 INFLUENZA DEI FATTORI ESG
    - 2.3.2 SCETTICISMO SULLA SOSTENIBILITÀ
  - 2.4 ESG E COSTI
    - 2.4.1 COSTI ESG
    - 2.4.2 RIDUZIONE DEI COSTI
  - 2.5 TASSE E INCENTIVI PER INVESTIMENTI ESG
- 3. GREENWASHING
  - 3.1 DEFINIZIONE
  - 3.2 CLASSIFICAZIONE
  - 3.3 RISPOSTA AL GREENWASHING
  - 3.4 GREENWASHING E PERFORMANCE FINANZIARIA
- 4. CONCLUSIONE

## ABSTRACT

Questo studio si propone di esaminare gli strumenti di finanza sostenibile basati sull'approccio ESG (Environmental, Social, and Governance) e il loro ruolo nella promozione dell'investimento responsabile per uno sviluppo sostenibile. La finanza sostenibile è un concetto che mira a combinare la redditività finanziaria con l'impatto positivo sull'ambiente e sulla società.

Nel corso di questa ricerca, saranno analizzati diversi strumenti di finanza sostenibile utilizzati per integrare i criteri ESG nelle decisioni di investimento. Saranno esaminati i fondi di investimento sostenibili, che selezionano le aziende sulla base di criteri ESG e promuovono un'allocatione di capitale responsabile. Saranno anche esplorati gli indici di sostenibilità, che consentono agli investitori di tracciare le performance delle aziende con un'impronta ESG positiva. Saranno anche analizzati strumenti come i green bond, che finanziano progetti a basso impatto ambientale, e le linee di credito sostenibili.

Inoltre, verranno esaminati gli impatti di questi strumenti di finanza sostenibile sulle performance finanziarie. Saranno valutate le evidenze empiriche riguardo alla redditività degli investimenti ESG e all'efficacia degli strumenti finanziari sostenibili nel promuovere la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, la tutela dei diritti umani e la promozione dell'uguaglianza sociale.

Infine, saranno discussi i possibili ostacoli e le sfide che possono emergere nell'utilizzo degli strumenti di finanza sostenibile ESG. Saranno prese in considerazione le questioni legate alla misurazione e alla standardizzazione dei criteri ESG, nonché la necessità di maggiore trasparenza per garantire la fiducia degli investitori.

# CAPITOLO I

## DEFINIZIONE, CARATTERISTICHE E STRUMENTI

### 1.1 ESG

#### 1.1.1 DEFINIZIONE

“La finanza sostenibile si riferisce a qualsiasi forma di servizio finanziario che integra i criteri ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nelle decisioni aziendali o di investimento a vantaggio sia dei clienti che, più in generale, della società ” (fonte: Swiss Sustainable Finance n.d.b.)

#### 1.1.2 DAGLI ACCORDI DI PARIGI ALL’ACTION PLAN, QUADRO POLITICO

In quanto questione globale, i cambiamenti climatici impongono ai paesi di tutto il mondo di lavorare in collaborazione. Nel 2015 i leader mondiali hanno concordato nuovi obiettivi ambiziosi nella lotta contro i cambiamenti climatici. L'accordo di Parigi è entrato in vigore il 4 novembre 2016, con l'adempimento della condizione della ratifica da parte di almeno 55 paesi che rappresentano almeno il 55% delle emissioni globali di gas a effetto serra. Tutti i paesi dell'UE hanno ratificato l'accordo. (Consiglio dell'Unione europea, 2022)

*“Sul cambiamento climatico c’è un imperativo che incombe sulla classe politica: dire la verità. Gli investimenti sono elementi essenziali nella lotta contro il cambiamento climatico”*

Così il Presidente della Repubblica francese Emmanuel Macron ha aperto il suo discorso di fronte ai vertici delle istituzioni europee, riuniti a Bruxelles per l’evento di presentazione dell’*Action Plan* sulla finanza sostenibile della Commissione Europea.

Il documento pubblicato, recepisce gran parte delle raccomandazioni dell’High-Level Expert Group on Sustainable Finance (HLEG) (un gruppo di esperti costituito nel dicembre del 2016 dalla Commissione Europea con il compito di elaborare delle linee guida per lo sviluppo della finanza sostenibile in Europa) e illustra la tabella di marcia di

Bruxelles per rafforzare il ruolo della finanza nella transizione verso un'economia sostenibile, in linea con l'Accordo di Parigi sul clima.

Le azioni proposte dalla Commissione puntano a:

- orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili
- gestire in modo più efficace i rischi finanziari che derivano dal cambiamento climatico, dal consumo di risorse, dal degrado ambientale e dalle disuguaglianze sociali;
- migliorare la trasparenza e incoraggiare un approccio di lungo periodo delle attività economico-finanziarie.

In sintesi, le dieci azioni intraprese:

1. introdurre una **"tassonomia"** dell'UE per la finanza sostenibile, ovvero un sistema condiviso di definizione e classificazione dei prodotti e dei servizi considerati sostenibili;
2. creare **standard e certificazioni di qualità UE per i green bond**, con l'obiettivo di sostenere la credibilità del mercato e rafforzare la fiducia degli investitori;
3. aumentare gli investimenti in infrastrutture sostenibili sia negli Stati membri, sia nei Paesi partner;
4. richiedere ad asset manager e compagnie assicurative di tener conto delle **preferenze dei clienti in materia di sostenibilità** nell'ambito dei servizi di consulenza;
5. rendere più trasparenti le metodologie adottate per costruire gli indici di sostenibilità, prevedendo una specifica iniziativa di armonizzazione degli indici low-carbon;
6. incoraggiare l'**integrazione dei criteri ESG** (Environmental, Social and Governance) da parte delle società di rating e di ricerca di mercato;
7. avanzare una proposta legislativa per includere i criteri di sostenibilità nella definizione di dovere fiduciario, che vincola gli investitori istituzionali ad agire nel migliore interesse dei beneficiari;
8. analizzare la possibilità di introdurre riduzioni dei requisiti patrimoniali minimi delle banche sugli investimenti sostenibili (il cosiddetto *"green supporting factor"*), nel caso in cui i profili di rischio siano effettivamente inferiori;

9. migliorare qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle imprese, allineando le attuali linee guida sui rischi climatici alle raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures del Financial Stability Board;
10. incoraggiare l'integrazione dei **criteri ESG** e l'adozione di un approccio di lungo periodo nei processi decisionali dei Consigli di Amministrazione.  
(Investi responsabilmente, 2018)

### 1.1.3 CERTIFICAZIONI ESG

Con la sostenibilità che sta diventando la norma per le aziende moderne, le certificazioni verdi affermano questi valori analizzando e segnalando in modo proattivo l'adesione di un'azienda agli obiettivi ESG nelle loro strategie e operazioni quotidiane. Sebbene non si possa negare che tali certificazioni consentano alle aziende di giurare fedeltà alla causa e mostrare i loro onesti sforzi per avere un impatto nel mondo, essere certificati porta ulteriori vantaggi. Avere credenziali standardizzate a livello globale aiuta a evitare il greenwashing e consente alle aziende di apparire più credibili e attraenti sia per gli investitori che per i clienti, sebbene trovare una certificazione verde per specifiche aree ESG e sostenibili non sia un compito facile. Di seguito alcuni esempi.

Un nome di spicco dedicato a questa causa, la Certificazione B Corp, certificata e valutata da B Lab senza scopo di lucro, è una certificazione riconosciuta a livello internazionale che aiuta ad accreditare la conformità di un'azienda al più alto benchmark di performance sociale e ambientale. Valutando oltre il semplice valore superficiale e i risultati, valuta la profondità delle operazioni di un'azienda, garantendo la trasparenza pubblica, l'impegno legale e la responsabilità sono ben sostenuti.

Affinché le aziende possano adattarsi al nuovo approccio sostenibile del mondo, impegnarsi a sostenere le strategie ESG è un modo cruciale per le imprese di operare e crescere nel settore. Un'organizzazione senza scopo di lucro con sede nel Regno Unito, International Association for Sustainable Economy (IASSE), promuove la sostenibilità e l'educazione e l'implementazione ESG a livello globale per tutti i

professionisti attraverso le sue certificazioni standardizzate. IASE ha guadagnato una trazione globale ed è ben riconosciuto a livello internazionale come un importante organismo internazionale di certificazione ESG. Consente alle persone di assumere attivamente il ruolo di facilitatori ESG nella comunità per dare forma a un futuro sostenibile. Come prima impresa al mondo a certificare i professionisti in ESG, il corso fornisce un'esplorazione approfondita di una cultura aziendale sostenibile e socialmente valida, insieme all'empowerment attraverso la conoscenza, le competenze essenziali, la condotta e l'etica.

EcoVadis, in qualità di fornitore di valutazioni aziendali sostenibili più affidabile a livello globale, aiuta le aziende a monitorare e tracciare i propri indicatori chiave di prestazione. Mira a promuovere l'intelligenza della sostenibilità in tutte le decisioni aziendali, migliorando le economie e la qualità della vita, sostenendo il pianeta e le sue risorse naturali. Progettato in alleanza con gli standard internazionali di sostenibilità, tra cui la Global Reporting Initiative, il Global Compact delle Nazioni Unite e l'ISO 26000, il provider copre con successo oltre 200 categorie di spesa ed estende i suoi servizi a più di 160 paesi. (Sukhver Kaur,2022)

#### 1.1.4 CRITERI

In che modo si può quantificare l'impatto ESG di una società? Il rapporto Who Cares Wins ha inizialmente identificato 15 set di indicatori, come esempi di attributi ESG, che gli investitori devono considerare nell'analisi degli asset da includere nei portafogli. Nella lettera "E", ovvero dal punto di vista ambientale, erano inclusi il clima, le emissioni tossiche, i rifiuti e la responsabilità ambientale, nella "S", questioni di carattere sociale, erano comprese salute e sicurezza sul lavoro, relazioni con la comunità, diritti umani e relazioni governo/comunità, per quanto riguarda la *governance*," G", invece, sono state annoverate la struttura e le responsabilità del consiglio di amministrazione, le strutture e l'indipendenza del comitato di audit, le pratiche contabili e di divulgazione, i compensi dei dirigenti e la corruzione/concussione.

Col passare del tempo, l'elenco degli interessi ESG si è costantemente ampliato. Entro il 2013, SASB ha elencato 26 diverse aree di interesse ESG, entro il 2022, MSCI,



fornitore leader di punteggi e classifiche ESG, ha elencato 37 diverse metriche ESG come meritevoli di attenzione. Le metriche più significative aggiunte nell'ultimo decennio e mezzo dal rapporto Who Cares Wins sono state la gestione di energia, acqua, acque reflue, materiali e fine vita dei prodotti in "E"; diversità, equità e inclusione, coinvolgimento dei dipendenti, pratiche anticoncorrenziali, diversità nel consiglio di amministrazione, privacy dei clienti, sicurezza dei dati e accesso/accessibilità economica di prodotti e servizi sotto "S" e "G" (Anant K. Sundaram, 2022) (nr17) (Vedi Figura 1)

### Examples of ESG Criteria Used by Sustainable Investors

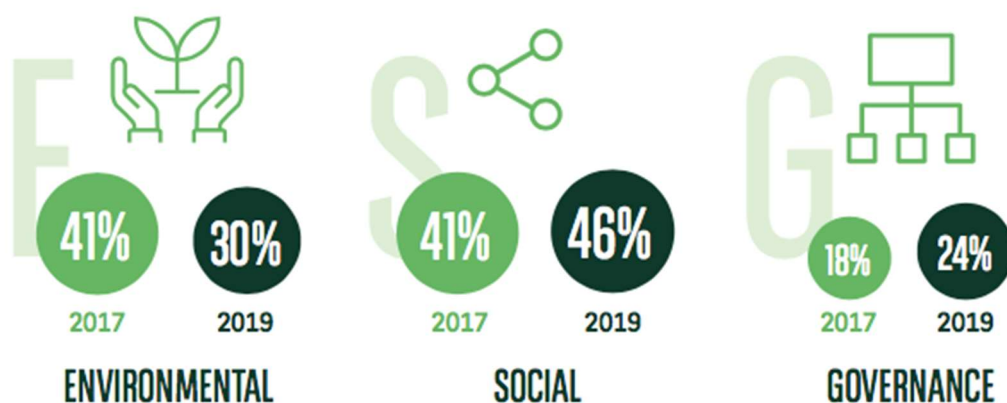


Source: US SIF Foundation

Figura 1: Metriche ESG Fonte: US SIF Foundation

Nella figura 1 è presente un esempio delle metriche più significative che vengono utilizzate per calcolare i rating ESG, prodotta da US SIF Foundation.

Sebbene le variabili nella categoria "E" stiano diventando più facili da definire e misurare (ad es. emissioni dirette e indirette acquistate, consumo di energia e acqua, rilasci tossici, rifiuti generati) molte delle variabili che popolano le categorie "S" e "G" sono difficili da definire, per non parlare di misurare in modo affidabile. (Vedi figura 2)



Which component of ESG (E, S or G) is currently the most difficult to assess and incorporate into investment analysis?

Figura 2 Fonte: Global Survey 2019 BNP PARIBAS

La figura 2 spiega, secondo i risultati delle interviste svolte per la Global Survey del 2019 di BMP PARIBAS, quali delle componenti ESG (E, S o G) sono più difficili da analizzare e integrare.

Per poter calcolare un rating ESG bisogna capire quali metriche siano rilevanti a seconda del settore di riferimento o della posizione geografica, ad esempio, le emissioni tossiche sono importanti da affrontare per un'azienda del settore minerario, ma irrilevanti per le operazioni di una banca o di una società di consulenza; le questioni relative all'etnia possono essere più salienti in paesi etnicamente diversi come gli Stati Uniti, mentre possono esserlo meno in paesi etnicamente omogenei come il Giappone.

Inoltre, c'è la questione del benchmark appropriato da utilizzare per valutare la performance ESG di fondi e singole società (ad esempio, utilizzando un indice del settore). L'insieme di caratteristiche difficili da definire e da misurare nelle categorie 'S' e 'G' si traducono in "...dissomiglianza nei rating che riflettono attributi specifici dell'impresa, terminologie, metriche e unità di misura differenti" (Dimson et. al (2020a)).

Riassumendo, le differenze nei benchmark utilizzati per confrontare le prestazioni ESG delle aziende, le ponderazioni utilizzate per aggregare metriche diverse e il modo in cui i dati mancanti non vengono compilati (quindi non valutati) o compilati utilizzando

metodologie poco chiare (quindi inaffidabili) rendono difficile calcolare rating ESG affidabili.

Insomma, per natura stessa delle metriche ESG, si riscontrano difficoltà nel creare una definizione dai confini ben delineati e questo può diventare problematico. Innanzitutto, un concetto confuso può mettere in discussione l'intera idea e portare al cosiddetto "*impact/green washing*" (Anna Katharina Höchstädter, Barbara Scheck 2015) (nr21). In secondo luogo, la mancanza di una chiara definizione può limitare la crescita del mercato e ostacolare la crescita degli investimenti a impatto, poiché rende difficile per gli investitori tradizionali capire cos'è e quindi formare un'opinione al riguardo (Sandberg et al. 2009).

## 1.2 IMPACT INVESTING

### 1.2.1 DEFINIZIONE

L'approccio prevalente alla definizione dell'impact investing è incentrato su due elementi fondamentali: il rendimento finanziario e un impatto non finanziario (Anna Katharina Höchstädter, Barbara Scheck 2015).

La chiarezza concettuale è ancora un problema nell'impact investing, tuttavia, alcune caratteristiche sono ampiamente condivise:

- **Un duplice obiettivo di ritorno:** bisogna perseguire sia il ritorno finanziario che quello di impatto non finanziario;
- **Nessuna beneficenza:** deve esserci un obiettivo di rendimento finanziario;
- **Misurabilità:** si dovrebbe (almeno cercare di) misurare il ritorno non finanziario;
- **Intenzionalità:** l'impatto sociale deve essere un target intenzionale e l'investimento deve essere fatto esplicitamente per ottenere un beneficio positivo per la società;
- **Addizionalità:** gli investimenti d'impatto devono essere realizzati in aree sottocapitalizzate.

Dal punto di vista della dimensione finanziaria, il ritorno del capitale investito è il requisito minimo dell'*impact investing* ed è ciò che lo contraddistingue dalle sovvenzioni e dalla filantropia. Anche se alcuni articoli parlano di un "basso ritorno per coprire l'inflazione" (Ashta,2012) il livello di ritorno finanziario degli *impact investors* non è definito, dipende delle circostanze dell'investimento e delle strategie dell'investitore. L'impatto non finanziario può essere valutato da numerosi punti di vista come un impatto ambientale, sociale o addirittura culturale. A volte, l'investitore prende in considerazione tutti questi aspetti, la valutazione è totalmente soggettiva e spetta all'investitore decidere per ogni singolo investimento.

### 1.2.2 IMPACT INVESTING PLACE BASED

L'*impact investing place-based* si riferisce all'*impact investing* focalizzato su una particolare città o regione. Tipicamente a livello locale è più facile investire con successo, essere un investitore consapevole delle dinamiche del luogo permette di migliorare la valutazione del rischio, di avere un network consolidato e stare con gli "stivali sul terreno". Inoltre, il contatto faccia a faccia è particolarmente importante, soprattutto dove le informazioni sono imperfette e non facilmente codificabili. Dal punto di vista della teoria finanziaria tradizionale, l'*impact investing* basato sul luogo sembra poco attraente, in quanto, sia l'obiettivo di impatto che i vincoli sulla posizione limitano l'universo di investimento. Mentre la teoria finanziaria difficilmente presta attenzione alla localizzazione, gli studi sullo sviluppo regionale lo fanno. Le condizioni locali contano ed è fondamentale la presenza di forti istituzioni per lo sviluppo. Tali istituzioni, se forti, presentano un ecosistema di investimenti che favorisce la crescita delle imprese sociali e si rivolge a tutte le fasi del loro sviluppo.

L'*impact investing* basato sul posizionamento offre diversi vantaggi rispetto all'*impact investing* non basato sul luogo, in parte analoghi ai vantaggi del *relationship banking* rispetto al banking basato sulle transazioni:

- Una chiara focalizzazione dell'attenzione/ minore distrazione della direzione nello screening;
- Un vantaggio informativo locale che riduce i costi di transazione;
- La capacità di aggiungere più valore sociale collegando le iniziative locali e comprendendo meglio i beneficiari;
- Coinvolgere e allineare le parti interessate locali, il governo, il denaro filantropico, l'impact capital e il capitale commerciale.

In sintesi, l'impact investing basato sul luogo probabilmente mitiga le suddette sfide dell'impact investing, anche se le prove sono ancora poche. (Willem Schramade, 2019) (43)

### 1.2.3 DA ESG A IMPACT INVESTING, LE DIFFERENZE

L'impact investing è spesso associato all'ambiente, al sociale e alla governance (ESG) come una pratica di business socialmente responsabile che sta guadagnando una crescente attenzione nel mondo degli affari. Sebbene abbiano molte caratteristiche in comune, si riferiscono a pratiche distinte. Le pratiche ambientali, sociali e di governance, ESG, si riferiscono a decisioni aziendali che potrebbero influenzare i rendimenti di tale società. Ad esempio, un'azienda che impiega consapevolmente lavoro minorile o si impegna in discriminazioni potrebbe trovarsi in una situazione di svantaggio competitivo, in particolare quando si rivolge a consumatori socialmente consapevoli. L'impact investing, d'altra parte, è la pratica di cercare investimenti che ottimizzino specificamente un obiettivo diverso dai profitti. Ciò potrebbe includere investimenti in energia pulita, istruzione o microfinanza. (James chen, 2022)

Le radici dell'ESG risiedono nel Socially Responsible Investing (SRI), che è un meccanismo che consente agli investitori di escludere determinate società o settori in base a parametri sociali. Un buon esempio di SRI è il boicottaggio degli investimenti sudafricani degli anni '80 da parte di vari gruppi religiosi e civili a causa dell'apartheid. Sottolineando che i dati ESG sono pertinenti non solo per i principi etici ma anche da una prospettiva di investimento razionale, gli investimenti sostenibili sono diventati e stanno diventando sempre più rilevanti per i principali mercati finanziari.

Nel frattempo, la nozione di “esclusione” rimane inerente all'ESG, nel senso che l'attenzione, per la valutazione delle società, rimane sull'impatto negativo che potrebbero portare le questioni extra-finanziarie. Negli ultimi anni, ciò che le aziende stanno facendo in modo proattivo per affrontare i problemi ambientali e sociali di oggi è una questione diversa. Sta emergendo una nuova generazione di aziende che stanno affrontando la lotta, e insieme a ciò, stanno emergendo i processi di investimento attivo: questa tipologia è l'impact investing. Riassumendo, la distinzione principale tra *impact investing* ed ESG è nell' essere attivi anziché passivi nella battaglia per la sostenibilità. (Marielle de Jong e Steve Rocco, 2022)

### 1.3 STRUMENTI FINANZIARI



Figura 3 Strumenti di finanza sostenibile

Nella figura 3 è presente l'elenco degli strumenti finanziari che verranno approfonditi in questo paragrafo. Il primo ad essere affrontato è il Green Bond.

## 1.3.1 GREEN ED ESG BOND

### 1.3.1.1 GREEN BOND

Con l'espressione green bond si fa generalmente riferimento a una classe di attività fisse, che è simile nella struttura finanziaria ai tradizionali titoli corporate e governativi (meccanismo di prezzo, rating, ecc.) ma differiscono nell'utilizzo dei proventi stanziati dall'emittente in quanto pensati espressamente per finanziare iniziative che mettono in primo piano la sostenibilità ambientale. I green bond funzionano con qualsiasi formato obbligazionario, come i use-of-proceeds bond (o plain vanilla), i project bond, i titoli cartolarizzati (ABS), ecc. La forma assunta dai green bond incide sull'ambito del ricorso legale in caso di default dell'emittente (vedi tabella 1).

Tabella 1: Tipi di green bond

Tipi di Green bond	Caratteristiche chiave, responsabilità
Use-of-Proceeds Bond	<ul style="list-style-type: none"><li>• I proventi sono destinati a progetti green del portafoglio dell'emittente.</li><li>• Si fa ricorso all'intero stato patrimoniale dell'emittente.</li></ul>
Use-of-Proceeds Revenue Bond	<ul style="list-style-type: none"><li>• I proventi sono destinati a progetti green del portafoglio dell'emittente.</li><li>• Si fa ricorso al flusso di entrate promesso dall'emittente e non al suo intero stato patrimoniale.</li></ul>
Project Bond	<ul style="list-style-type: none"><li>• Il ricavo è destinato a un progetto specifico o a un gruppo di progetti.</li><li>• Si fa ricorso agli asset del progetto e allo stato patrimoniale.</li></ul>
Securitized Bond	<ul style="list-style-type: none"><li>• L'obbligazione è garantita da una o più <i>revenue</i> di progetti green.</li><li>• Le entrate del progetto sono usate per rimborsare</li></ul>

	l'obbligazione e si fa ricorso solo agli asset in garanzia.
--	---

Il 2007 è generalmente considerato l'anno della nascita dei Climate Bond: 15 anni fa, la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) ha emesso il primo Green Bond, il nuovo strumento a reddito fisso denominato Climate Awareness Bond (CAB), che raccoglie circa 0,9 miliardi di dollari di fondi da destinare a progetti verdi ammissibili. Da quel momento, i green bond hanno acquisito importanza nell'insieme degli strumenti finanziari verdi disponibili sul mercato. Secondo la Climate Bond Initiative (CBI), nel 2020 sono stati emessi circa 290 miliardi di dollari, con un incremento del +9% rispetto al 2019 (vedi Figura 4)

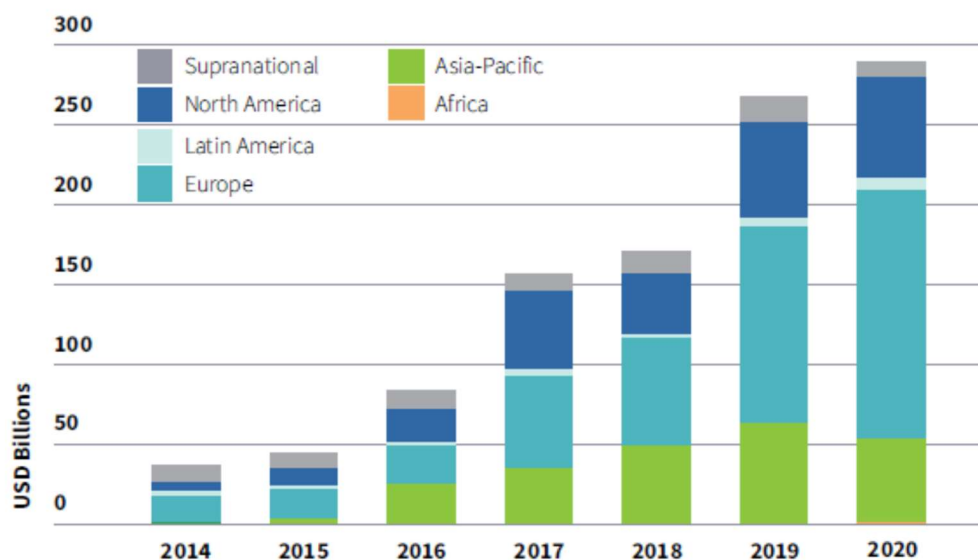


Figura 4: Emissione green bond per regione (2014-2020). Fonte: Harrison e Muething, 2021.

Nella figura 4 è espressa la crescita del volume di emissioni di green bond dal 2014 al 2020, come si può notare la tendenza è positivo e la crescita è costante per gli anni presi in considerazione.

Nelle fasi iniziali (2007-2013), il mercato dei green bond è stato sostanzialmente guidato da emittenti sovranazionali - banche multilaterali di sviluppo (ad esempio BEI, World Bank) – probabilmente privi di una definizione concordata a livello mondiale di



green bond e di un terreno comune di impostazioni per questo strumento emergente (Monk e Perkins 2020).

Un punto di riferimento chiaro e inconfondibile dello sviluppo del mercato dei green bond è stato il rilascio dei Green Bond Principles nel 2014: una coalizione volontaria di banche, emittenti e investitori denominato ICMA ha sviluppato linee guida e ha emesso raccomandazioni non prescrittive per il best practice di mercato, i cosiddetti "Green Bond Principles" (GBP). Questo primo standard riconosciuto a livello internazionale è diventato un catalizzatore chiave per il successivo sviluppo del mercato e la base per molte etichette verdi esistenti (Ehlers e Packer 2017): La distinzione tra obbligazioni con e senza etichetta GBP, ha favorito la crescita di emissione di green bond. Dopo il rilascio di GBP, c'è stato un aumento significativo delle emissioni di green bond di circa 36,6 miliardi di dollari, più del triplo rispetto all'emissione del 2013 (Climate Iniziativa obbligazionaria (CBI) 2015). Da quell'anno entrarono istituzioni governative e private in questo mercato e svolsero un ruolo cruciale (Ehlers e Packer 2017; Broadstock e Cheng 2019; Monaco e Perkins 2020).

L'impostazione della GBP ha portato a una maggiore integrità del mercato e ha stabilito uno standard globale per definire un "bond verde". Inoltre, ha definito un quadro di emissione (basato su trasparenza, informativa pre-emissione, rendicontazione post-emissione, verifica di parte terza) per aiutare gli investitori a valutare la sostenibilità ambientale dei climate bond e l'affidabilità degli emittenti. Inoltre, la Climate Bond Initiative (CBI) ha stabilito il suo standard (Climate Bond Standard—CBS).

Basato su GBP, il Climate Bond Standard è andato oltre, stabilendo una chiara tassonomia dei progetti verdi ammissibili e richiedendo una verifica esterna sull'informativa pre e post emissione per ottenere la certificazione CBS. Sebbene la GBP abbia creato uno standard ben riconosciuto, sono emerse molte normative regionali sui green bond. Diversi standard regionali si basano sull'approccio generale della GBP, ma hanno le loro caratteristiche in termini di progetti verdi ammissibili e verifica esterna. Il contesto in cui gli emittenti (e gli investitori) spostano gli asset è ancora frammentato dal punto di vista normativo e costoso.

La conformità al framework/linee guida e le certificazioni verdi comportano costi aggiuntivi per gli emittenti di green bond nell'intervallo 0,3–0,6 bps dell'importo totale

(Hachenberg e Schiereck 2018). Tali oneri potrebbero essere impegnativi per i piccoli emittenti (Forsbacka e Vulturius 2019), soprattutto considerando, da un lato, la possibile ristretta area (geografica) di applicazione di ciascun framework e, dall'altro, la ridotta possibilità di raggiungere un maggiore numero significativo di investitori.

Nel 2015, l'accordo di Parigi che contiene gli impegni di 195 paesi a ridurre il riscaldamento globale attraverso il primo accordo globale legalmente vincolante sul clima (Bachelet et al. 2019), ha aperto la strada a una crescita straordinaria nell'emissione di green bond. Successivamente, diverse borse valori hanno lanciato una sezione dedicata ai green bond (la prima in Norvegia, gennaio 2015), che è fondamentale per mostrare questa asset class (Jones et al. 2020). Infine, nel 2017 i green bond sono apparsi anche nei paesi islamici attraverso l'emissione di quelli malesi "green Sukuk" (Tang e Zhang 2020), portando a una consistente diversificazione geografica nelle emissioni di green bond, diffondendosi dall'Europa a molti paesi emergenti, in particolare in Cina (vedi figure 4 e 5).

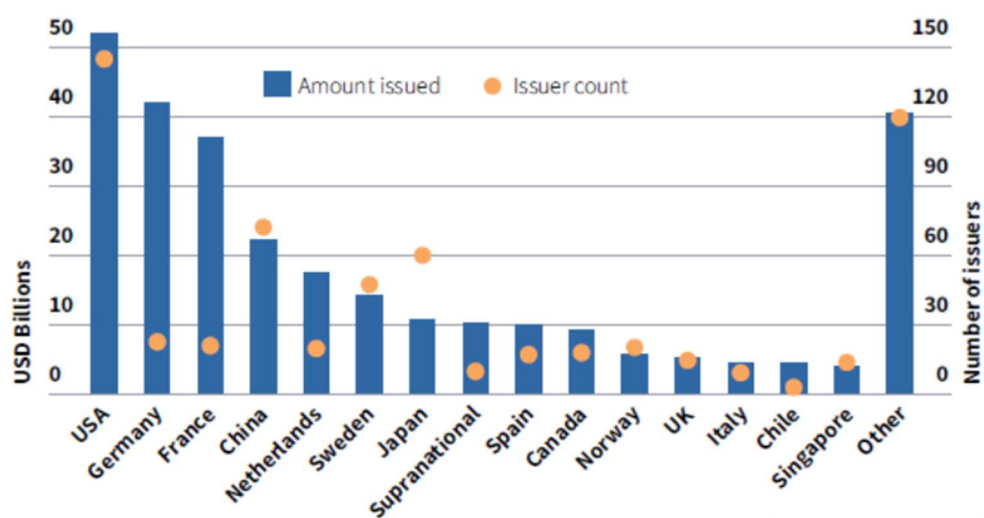


Figura 5: Quantità di green bond emessi per paese (2020) Fonte: Harrison e Muething, 2021.

La figura 5 esprime il volume di emissioni di green bond per paese nel 2020, come visto in precedenza in numero di nazioni che emette le obbligazioni verdi è drasticamente aumentato.

Sebbene il mercato dei green bond abbia praticamente raddoppiato le sue dimensioni di anno in anno (Bachelet et al. 2019), costituisce ancora una piccola porzione del

mercato obbligazionario complessivo, rappresentando circa il 3% del totale delle emissioni obbligazionarie globali nel 2019 (Syzdykov e Lacombe 2020).

Secondo l'OCSE (2017), per raggiungere l'obiettivo dell'Accordo di Parigi sarà necessario un importo di 6,9 trilioni di dollari a livello globale, all'anno, per i prossimi 15 anni per l'infrastruttura dell'investimento. La Commissione Europea ha stimato una carenza di investimento europeo annuo di 179 miliardi di euro per raggiungere gli obiettivi dell'accordo di Parigi per il 2030 (Commissione europea 2018). Il sistema di finanziamento svolgerà un ruolo chiave nell'attrarre nuovi investitori attenti al clima e spostare dei flussi finanziari verso progetti allineati al clima, al fine di convergere in un nuovo sistema di green economy.

L'impennata della finanza verde e la necessità di uno sviluppo del mercato ancora più rapido per raggiungere gli obiettivi concordati a livello internazionale, richiedono una conoscenza più approfondita dei green bond, tra gli altri strumenti, per promuovere il cambiamento climatico. La Green Finance ha catturato l'interesse di studiosi e accademici negli ultimi anni e la letteratura sui green bond è stata arricchita di nuovi contributi. Media, politici, istituzioni di mercato e studiosi stanno studiando questo strumento finanziario relativamente nuovo e, mese dopo mese, e la letteratura economica sui green bond sta diventando ormai sempre più significativa, muovendosi in diverse direzioni. (Giuseppe Cortellini e Ida Claudia Panetta, 2021)

### 1.3.1.2 NON SOLO GREEN BOND: ALTRI TIPI DI OBBLIGAZIONI A TEMA ESG

Un articolo del Sole24ore spiega come dopo il primo Green Bond emesso nel 2007, sono nati molti altri tipi di bond tematici. Per esempio, i *social bond* rappresentano un prestito obbligazionario finalizzato al sostegno di iniziative di elevato interesse sociale, che permettono di coniugare obiettivi economici individuali, come ottenere un'adeguata remunerazione dell'investimento, con quelli di interesse generale, cioè favorire la realizzazione di iniziative che creano valore per l'intera società. Ad esempio, lo sviluppo socioeconomico, la sicurezza alimentare, lo sviluppo di servizi sanitari essenziali, dell'istruzione, ecc.

I *sustainability bond* sono una sorta di ibrido tra i social e i green bond. A volte, infatti, non si hanno in *pipeline* solo progetti green, ma anche progetti con risvolti sociali, e questa terza via rende ammissibili i proventi di entrambe le categorie.

I Covid-19 bond, invece, hanno l'obiettivo di mitigare l'impatto negativo prodotto dalla pandemia finanziando piani di aiuto umanitario.

I *blue bond* dedicano i proventi obbligazionari al finanziamento di progetti marini. Attraverso i transition bond, infine, si finanziano quei progetti che hanno l'obiettivo di guidare la transizione energetica verso un modello di business più verde e a ridotto impatto ambientale.

### 1.3.1.3 “USE OF PROCEEDS BONDS” E “SUSTAINABILITY-LINKED BONDS”

Use of proceeds bonds identifica quelle obbligazioni Green, Social and Sustainability (GSS) i cui proventi sono utilizzati per finanziare progetti legati a temi socio-eco-ambientali.

I Sustainability-Linked Bonds (SLBs), invece, sono una categoria obbligazionaria a parte. In questo caso, non bisogna dimostrare il finanziamento ad oggi di progetti a tema socio-ambientale, ma indicare l'obiettivo che si vuole raggiungere a tendere. Nel caso in cui il target sottostante non sia raggiunto entro la scadenza dell'obbligazione, si pagherà una cedola più alta. In pratica, servono ad incentivare la transizione ecologica. (Sole24ore,2022)

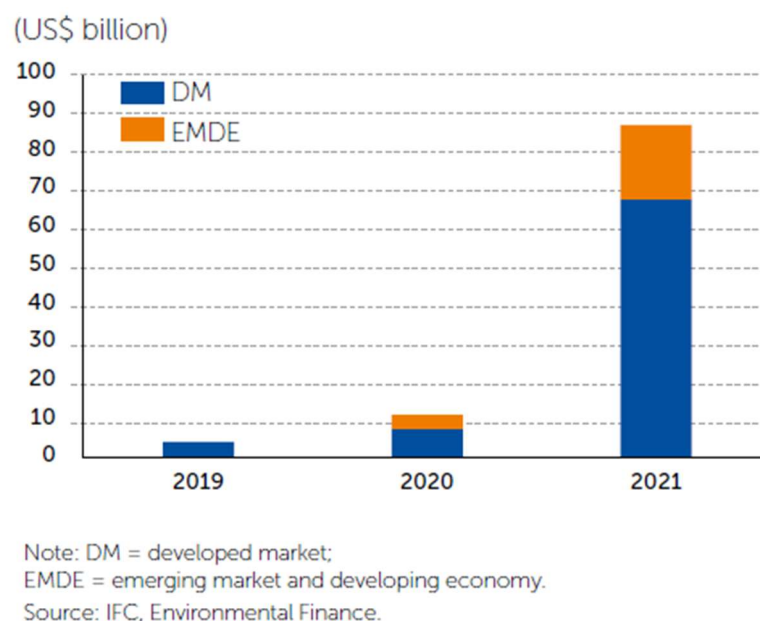


Figura 6: Emissione globale di Sustainability Linked Bonds

Nella figura 6 è espressa la quantità di Sustainability Linked Bond emessi dal 2019 al 2021 per mercati sviluppati (DM) e mercati emergenti (EMDE).

(Amundi Asset Management and International Finance Corporation, 2021)

Green, Social, Sustainability and Sustainability-Linked Bond (GSSS), quindi, possono essere suddivisi in due categorie: gli “Use of proceeds bonds” e i “Sustainability-Linked Bonds”.

Secondo il Sole24ore la maggiorazione di prezzo che gli investitori sono pronti a pagare pur di entrare in possesso di un green bond si chiama “greenium”. Ovviamente, è difficile dimostrare l’esistenza di un premium aggiuntivo rispetto a quello dei bond.

In un Paese in via di sviluppo si trovano generalmente pochissimi soggetti emittenti anche solo obbligazioni convenzionali. È quindi difficile fare un confronto tra bond e green bond. Per questo motivo, il report OECD riporta come esempio la Germania e i suoi *green twin bond*, dove un’obbligazione verde è emessa con la stessa scadenza e la stessa cedola di un’obbligazione convenzionale. In questo modo è possibile verificare con certezza l’esistenza di una differenza di prezzo tra i due tipi di obbligazione. Una cosa però è certa: emettere un’obbligazione ecosostenibile ad oggi attrae una vasta platea di investitori, perché l’attenzione verso i temi ESG (Environmental, Social and Governance) è ai massimi livelli e sta crescendo.

Gli investitori europei oggi cercano potenziali investimenti che facciano anche del bene oltre a offrire un rendimento congruo al rischio assunto. Questo vuol dire che una banca che, per esempio, annunci l'emissione di un GSS bond, può attrarre l'attenzione di molti più investitori potenziali rispetto a un'emissione *plain vanilla*, ovvero la versione più basilca di bond. In sostanza, è difficile dimostrare che la cedola di un green bond sia più bassa rispetto a quella di un bond convenzionale, ma è certo che l'impatto reputazionale e socio-ambientale di una obbligazione verde sia maggiore e che questo possa portare gli investitori persino ad accettare cedole inferiori, pur di essere green. (Sole24ore,2022)

### 1.3.1.4 GSSS E SDGs

L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità sottoscritto nel settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU.



Figura 7: Obiettivi per lo sviluppo sostenibile. Fonte: ONU

Nella figura 7 sono presenti i 17 obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (SDGs), che, come possiamo vedere dal sito delle Nazioni Unite, sono:

Obiettivo 1. Porre fine ad ogni forma di povertà nel mondo; Obiettivo 2. Porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere

un'agricoltura sostenibile; Obiettivo 3. Assicurare la salute e il benessere per tutti e per tutte le età; Obiettivo 4. Fornire un'educazione di qualità, equa ed inclusiva, e opportunità di apprendimento per tutti; Obiettivo 5. Raggiungere l'uguaglianza di genere ed emancipare tutte le donne e le ragazze; Obiettivo 6. Garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico-sanitarie; Obiettivo 7. Assicurare a tutti l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni; Obiettivo 8. Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti; Obiettivo 9. Costruire un'infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile; Obiettivo 10. Ridurre l'ineguaglianza all'interno di e fra le nazioni; Obiettivo 11. Rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili; Obiettivo 12. Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo; Obiettivo 13. Promuovere azioni, a tutti i livelli, per combattere il cambiamento climatico; Obiettivo 14. Conservare e utilizzare in modo durevole gli oceani, i mari e le risorse marine per uno sviluppo sostenibile; Obiettivo 15. Proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre; Obiettivo 16. Promuovere società pacifiche e inclusive per uno sviluppo sostenibile; Obiettivo 17. Rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile.

Come impattano i GSSS sugli obiettivi SDGs?



Figura 8: Ripartizione delle obbligazioni in linea con gli SDGs nel 2020 Fonte: Environmental Finance, 2021.

Nella figura 8 vediamo la ripartizione delle obbligazioni GSSS a seconda degli obiettivi SDGs nel 2020. Per ottenere questo risultato è stato diviso il valore di ogni obbligazione per la quantità di SDGs che copre e ripartito equamente tra di loro.

Secondo il *“Sustainable Bonds Insight 2021”* le obbligazioni verdi, sociali, di sostenibilità e legate alla sostenibilità allineate con gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite ammontavano a 382 miliardi di dollari nel 2020.

Il 63,6% delle emissioni di obbligazioni verdi, sociali, di sostenibilità e legate alla sostenibilità è stato allineato con gli obiettivi di sviluppo sostenibile nel 2020.

I cinque SDGs più coperti ammontano a oltre il 50% del totale e includono: Obiettivo 3 (Buona salute e benessere), Obiettivo 11 (Città e comunità sostenibili), Obiettivo 7 (Energia accessibile e pulita), Obiettivo 13 (Azione per il clima), Obiettivo 9 (Innovazione industriale e infrastrutture).

L'aumento maggiore è stato per l'Obiettivo 3, che ha visto un aumento dal 4,36% al 16,34%, trainato in gran parte dai sovrnazionali in risposta alla pandemia di Covid-19. (Environmental Finance, 2021)

### 1.3.1.5 MERCATO GLOBALE DEI GSSS E INFLUENZA DEI TASSI DI INTERESSE



Secondo il report *“Scaling up Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bond Issuances in Developing Countries”* del 2021 preparato dall’Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE/OECD) e Cassa Depositi e Prestiti (CDP), dall'emissione del primo green bond nel 2007, i green bond sono rimasti dominanti, sebbene i social bond e successivamente i sustainability bond abbiano ora contribuito a una diversificazione del mercato.

A livello globale, come si può vedere dalla figura 9, l’emissione totale di obbligazioni GSSS ha raggiunto i 600 miliardi di USD nel 2020 (Finanza ambientale, 2021).

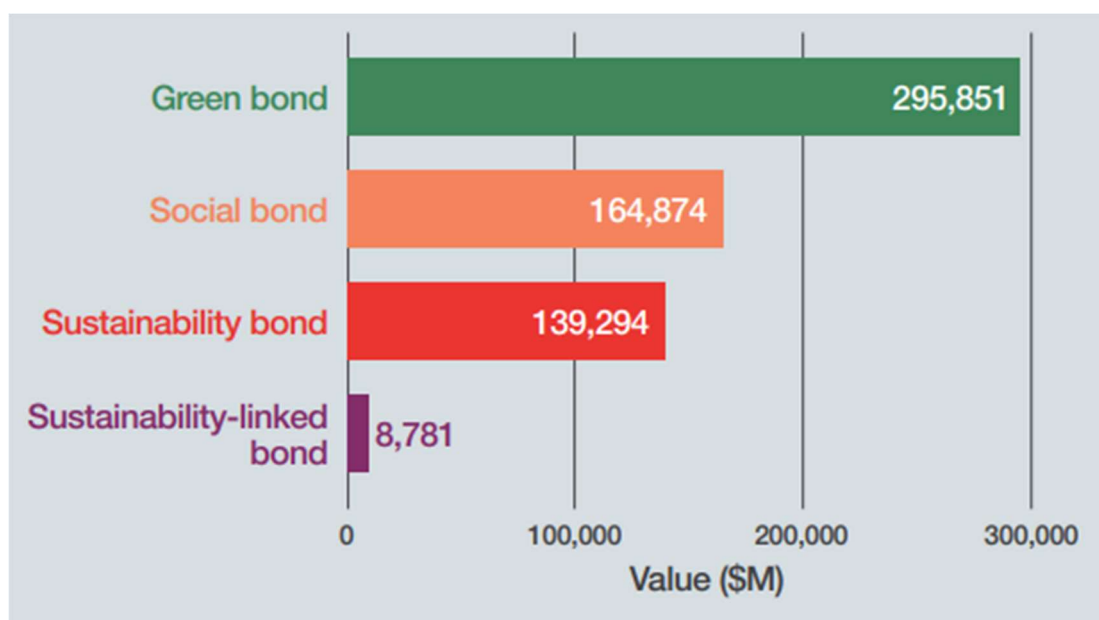


Figura 9: Ripartizione del valore per tipologia di obbligazione. Fonte: Environmental Finance, Sustainable Bonds Insight, 2021.

Nella Figura 9 sono mostrati i valori dei GSSS bond nel 2020 divisi per tipologia. Guardando in particolare ai green bond, nel 2020 hanno rappresentato il 50% delle emissioni totali di obbligazioni verdi, sociali, di sostenibilità e legate alla sostenibilità a livello globale (rispetto al 2018, quando i green bond rappresentavano oltre l'85% dell'emissione totale di obbligazioni GSSS). Nei mercati emergenti, circa i quattro quinti delle emissioni complessive di obbligazioni GSSS nel 2019 erano relativi a green bond (Environmental Finance, 2020). Più specificamente, i green bond hanno

rappresentato il 51% e il 59% delle emissioni complessive di obbligazioni GSSS rispettivamente in America Latina e in Asia (Environmental Finance, 2021).

I volumi di obbligazioni GSSS sono stati pari a 679 miliardi di dollari nei primi nove mesi del 2022, in calo del 17% rispetto agli 817 miliardi di dollari emessi nei primi tre trimestri del 2021. Il calo dei volumi obbligazionari sostenibili è stato in gran parte determinato da un contesto macroeconomico e geopolitico più difficile che ha contribuito a un calo del 27% dei volumi obbligazionari globali anno su anno nei primi nove mesi dell'anno, secondo i dati di Dealogic. Dato il contesto generale più debole per le emissioni di debito, come previsto da Moody's, i volumi per il 2022 sono stati circa \$ 900 miliardi di emissioni obbligazionarie globali sostenibili (vedi Figura 10).

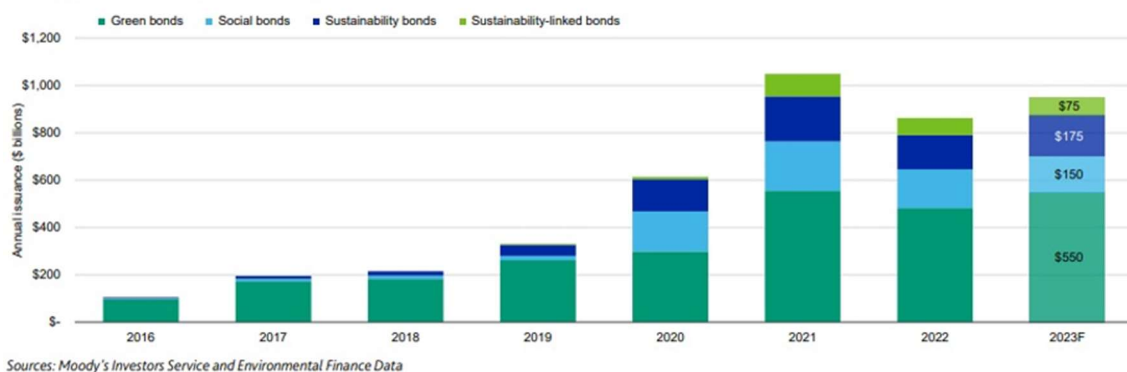


Figura 10: Emissione annuale globale di obbligazioni sostenibili per tipo di obbligazione. Fonte: Moody's Investors Service and Environmental Finance Data, 2022.

Nella Figura 10 sono indicate le emissioni annuali di GSS Bond dal 2016 al 2022, il valore nell'anno 2023F rappresenta le previsioni per il 2023.

Moody's prevede che molti dei fattori che hanno causato il rallentamento delle emissioni nel 2022 continueranno ad avere un impatto sul mercato, ad esempio il contesto macroeconomico difficile, i tassi in aumento e una maggiore attenzione ai rischi di greenwashing, che porta a una maggiore cautela da parte dei potenziali emittenti, la quale ha colpito in modo sproporzionato il mercato delle obbligazioni legate alla sostenibilità (SLB), inoltre Moody's ipotizza una crescita in ciascuna delle tipologie di obbligazioni nel 2023, ad eccezione delle obbligazioni sociali, che

dovrebbero continuare a risentire dei minori finanziamenti legati alla pandemia (Mark Segal, 2023).

Secondo Moody's l'emissione di obbligazioni sostenibili è stata più lenta del previsto nel 2022, i volumi però, in questo segmento sono stati più forti rispetto al mercato generale, indicando un grado di resilienza tra le obbligazioni etichettate GSSS. Mentre il mercato più ampio è in calo del 27% dall'inizio dell'anno, le obbligazioni sostenibili sono in calo di un più modesto 17%. Di conseguenza, le obbligazioni sostenibili rappresentano una quota maggiore del mercato obbligazionario globale rispetto al 2021, rappresentando in media il 15% del mercato per i primi nove mesi dell'anno, con un record del 16% raggiunto nel terzo trimestre. Inoltre, l'emissione ha eclissato i 612 miliardi di dollari di emissioni di GSSS per tutto il 2020, evidenziando la crescita a lungo termine del mercato. I driver fondamentali della crescita a lungo termine delle obbligazioni sostenibili (come la necessità di finanziamenti per la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici, gli sforzi accelerati di decarbonizzazione per raggiungere gli obiettivi net zero, la crescente attenzione normativa sulla sostenibilità e una continua attenzione all'interconnessione degli obiettivi ambientali e sociali) rimangono intatti e per questa ragione Moody's si aspetta che la crescita delle emissioni riprenda quando le condizioni di mercato diventeranno più favorevoli.

(Sustainable Finance – Global, Moody's, 2022)

Nel *"Emerging Market Green Bonds Report 2021"* notiamo come l'aumento dei tassi di interesse a partire dal 2021 abbia influenzato la performance di mercato dei green bond a livello globale. L'indice Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond ha leggermente sottoperformato l'indice Bloomberg Global Aggregate (figura 11).

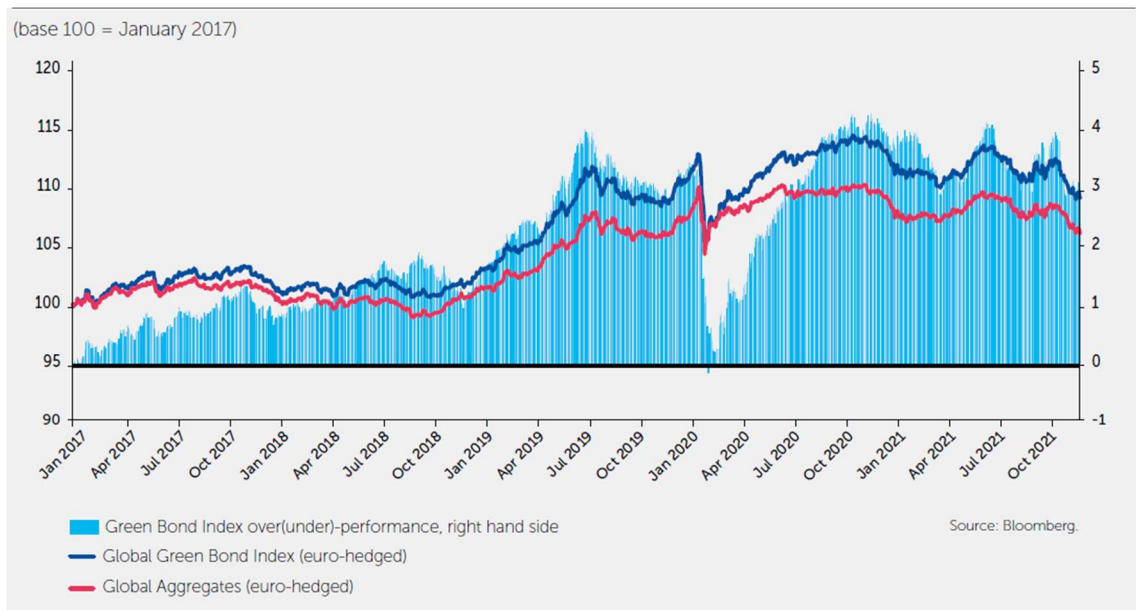


Figura 11: Rendimento totale dei green bond rispetto agli aggregati globali

Nella figura 11 vediamo le performance dell'indice globale per i green bond, in blu e aggregato, in rosso. In celeste è anche presente l'*under(over) performance* del *green bond index*.

Secondo Amundi Asset Management e International Finance Corporation la differenza di performance è emersa principalmente perché l'indice dei green bond tende ad avere un rendimento medio inferiore e una durata maggiore, il che lo rende relativamente più sensibile alle variazioni dei tassi di interesse. Il rendimento totale accumulato dell'indice dei green bond globali negli ultimi cinque anni ha continuato a sovraperformare l'indice aggregato, di 280 punti base alla fine del 2021. Tuttavia, il 2022 segna un periodo di incertezza del mercato poiché i tassi di interesse continuano a salire, riflettendo le crescenti pressioni inflazionistiche.

A causa dei forti volumi di obbligazioni verdi emesse dagli EMDE (*Emerging Market and Developing Economy*) nel 2021, i mercati emergenti hanno mantenuto il loro peso del 9% nell'indice Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond.

Sebbene a questo punto non esista un indice dedicato per i green bond EMDE, è possibile utilizzare i sottoindici degli indici JP Morgan Green Bond e Global Aggregate per valutare la performance dei componenti dei mercati emergenti (EM). Nel 2021, la *performance total return* del sottoinsieme EM dell'indice JP Morgan Green Bond è rimasta relativamente piatta fino a settembre 2021, prima di essere influenzata negativamente dalle turbolenze nel mercato del credito cinese, in particolare nel

settore immobiliare. Alla fine dell'anno, i rendimenti erano negativi sia per l'indice JP Morgan EM che per il sottoinsieme delle obbligazioni verdi. I green bond hanno comunque continuato a sovraperformare l'indice EM complessivo di 77 punti base (figura 12).

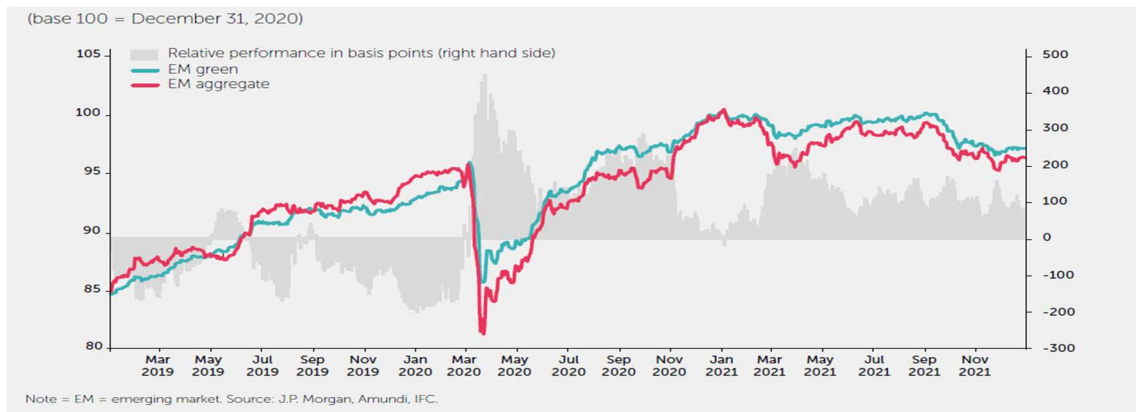


Figura 12: Performance Total Return dell'indice JP Morgan EM Green Bond rispetto a JP Morgan EM Aggregate

Nella figura 12 il confronto tra le performance dell'indice EM green e quello EM aggregato.

### 1.3.1.6 MERCATO DEI GSSS: FOCUS SUI PAESI IN VIA DI SVILUPPO

Secondo il report di Amundi Asset Management e International Finance Corporation, redatto nel 2021, (quindi in una situazione economica e politica non ancora influenzato dagli effetti della guerra in Ucraina), nonostante la continua incertezza legata alla pandemia e alle turbolenze in molte economie, come visto nei paragrafi precedenti, il mercato globale delle obbligazioni GSSS ha superato la maggior parte delle previsioni, stabilendo nuovi record per le emissioni. L'emissione di green bond di oltre 600 miliardi di dollari ha più che raddoppiato il precedente record di 280 miliardi di dollari stabilito nel 2020, mentre le obbligazioni sociali, sostenibili e legate alla sostenibilità hanno aggiunto altri 460 miliardi di dollari al totale di 1,1 trilioni di dollari per il mercato GSSS (Figura 13).

Due fattori chiave hanno guidato questa tendenza: in primo luogo, la crescente domanda di obbligazioni GSSS da parte degli investitori; e in secondo luogo, l'aumento dell'offerta da parte di emittenti esistenti e nuovi. Quest'ultimo, a sua volta, è spiegato in parte dagli sforzi per soddisfare la domanda e in parte dai nuovi impegni ufficiali net-zero e obiettivi di sostenibilità. Uno di questi nuovi emittenti è stata l'Unione Europea, che ha collocato un record di 12 miliardi di euro di green.

(Amundi Asset Management and International Finance Corporation, 2021)

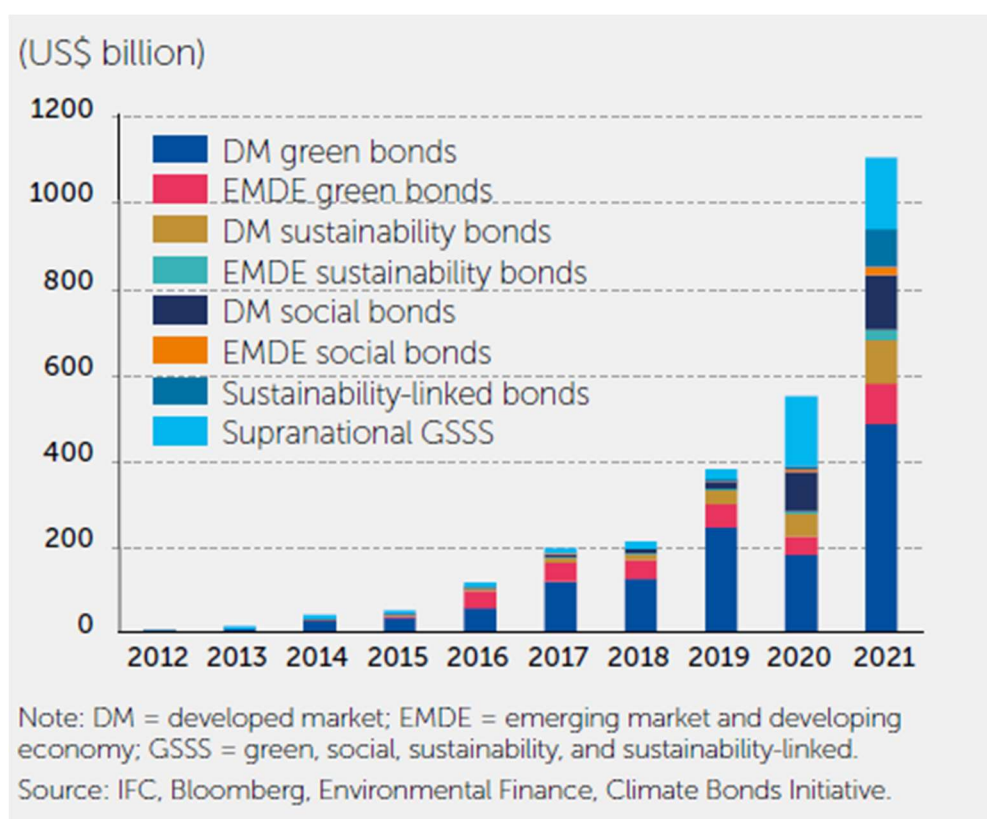


Figura 13: Emissione globale di obbligazioni GSSS

La figura 13 raffigura le emissioni globali di GSSS per tipo di bond e per tipo di mercato. Il mercato dei green bond EMDE ha avuto il suo anno più forte con l'emissione di 95 miliardi di dollari nel 2021. (I green bond EMDE sono definiti come green bond emessi da entità del settore pubblico e privato nel loro paese di rischio). Questa emissione è stata più del doppio dell'emissione di 41 miliardi di dollari durante il 2020 e ha superato di gran lunga il precedente record di 53 miliardi di dollari stabilito nel 2019.

Altri 64 miliardi di dollari in emissioni di social, sustainability e sustainability-linked bond hanno portato l'emissione totale di obbligazioni EMDE GSSS a 159 miliardi di dollari nel 2021, rispetto ai 56 miliardi di dollari del 2020. L'emissione cumulativa di obbligazioni EMDE GSSS dal 2012 è salita a \$ 410 miliardi (Figura 14).

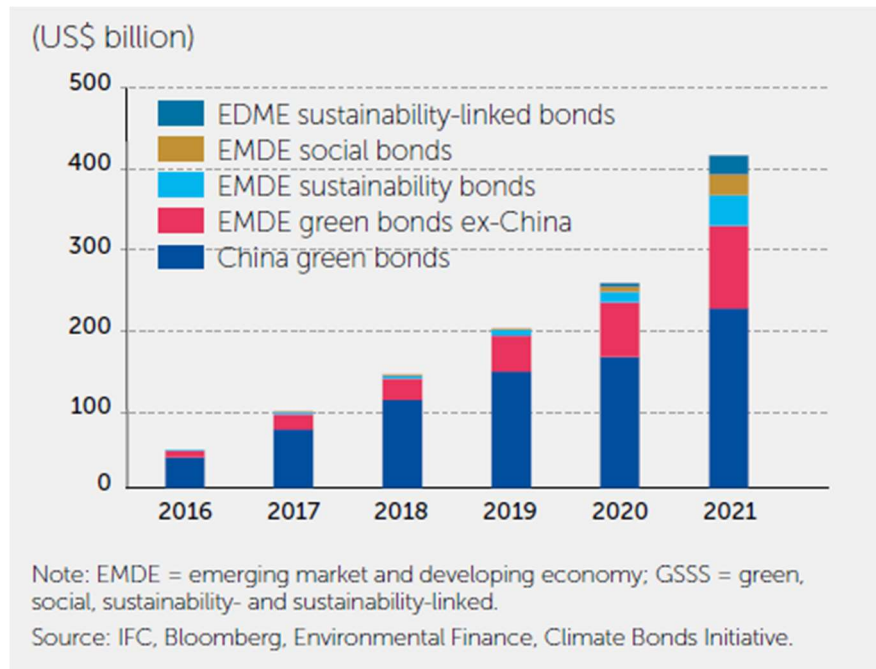


Figura 14: EMDE GSSS Emissione cumulativa sul mercato.

Nella Figura 14 vediamo il valore delle emissioni in modo cumulativo fino al 2021. Secondo l'Emerging Market Green Bonds Report 2021, per gli investitori, gli EMDE hanno continuato a offrire rendimenti interessanti, mentre la crescente consapevolezza dei formati obbligazionari GSSS, nonché il know-how tecnico, hanno consentito a più emittenti di entrare nel mercato. Le obbligazioni GSSS stanno diventando sempre più mainstream in alcuni EMDE: come quota del debito EMDE complessivo emesso nel 2021, le obbligazioni GSSS erano pari al 5,2%. Per le obbligazioni emesse al di fuori della Cina, la quota è stata addirittura superiore al 10,8 per cento (Figura 15).

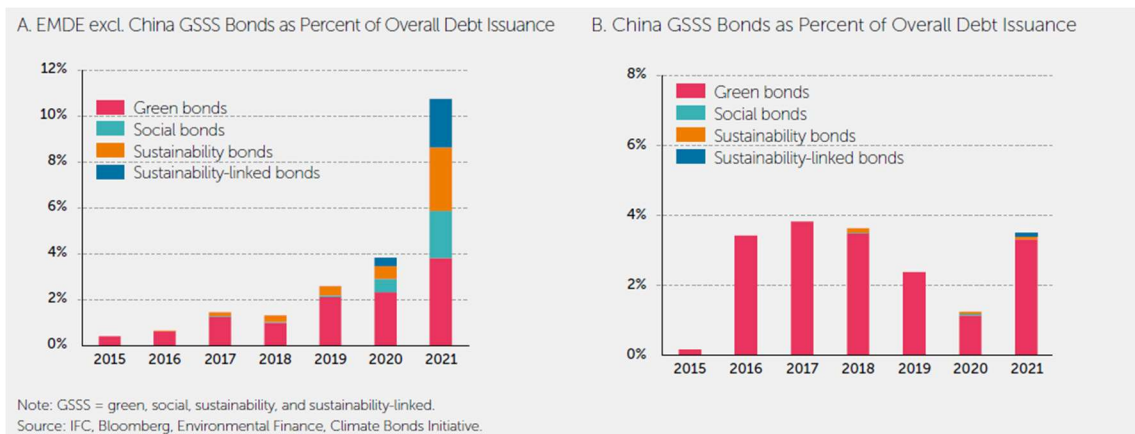


Figura 15: Mercato obbligazionario EMDE GSSS rispetto al mercato obbligazionario EMDE complessivo (%)

Nella figura 15 è rappresentato il mercato obbligazionario EMDE GSSS rispetto al mercato EMDE complessivo, nella figura A si trova l'EMDE, escluse le obbligazioni cinesi GSSS, come percentuale dell'emissione complessiva di debito, nella figura B, invece, vediamo le obbligazioni GSSS cinesi come percentuale dell'emissione complessiva di debito.

Secondo il report condotto da Amundi Asset Management e International Finance Corporation la Cina continua a guidare tra gli EMDE come il più grande emittente di obbligazioni verdi, rappresentando il 63% delle emissioni EMDE nel 2021. Dopo un volume relativamente basso nel 2020 a causa di blocchi legati alla pandemia e ritardi dei progetti, nonché una spinta del governo a emettere obbligazioni specifiche per la pandemia, l'emissione della Cina è rimbalsata nel 2021 e ha stabilito un nuovo record a 59 miliardi di dollari. Ciò rispetto all'emissione di obbligazioni verdi della Cina di soli 19 miliardi di dollari nel 2020 e 34 miliardi di dollari nel 2019. Nel frattempo, gli EMDE esclusa la Cina hanno registrato una crescita ancora più rapida, poiché l'emissione di obbligazioni verdi è aumentata del 58% nel 2021 a 35,2 miliardi di dollari.



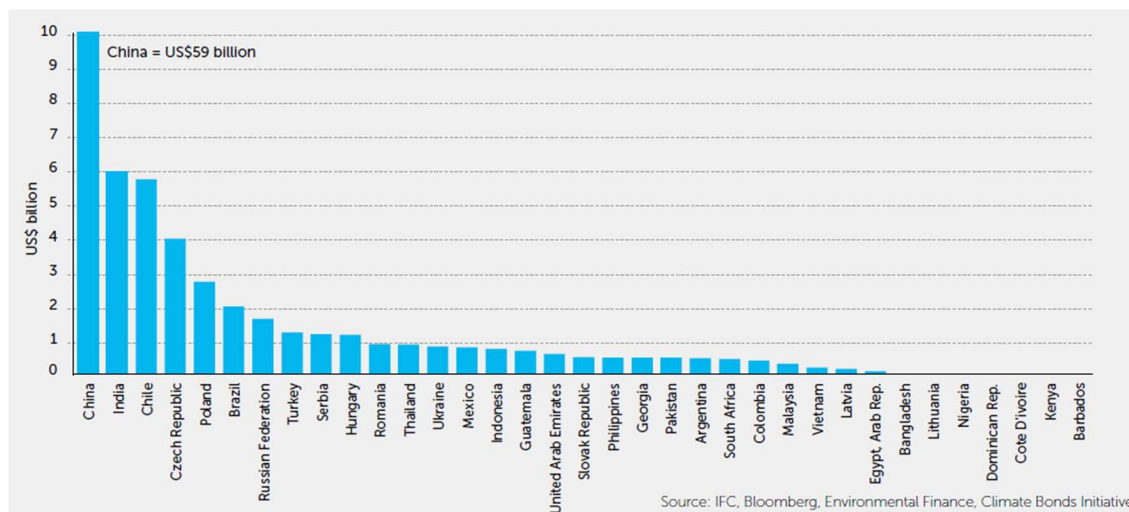


Figura 16: Emissione di Green Bond dei mercati emergenti, 2021

Nella figura 16 è presente il valore dell'emissione di Green Bond nei mercati emergenti per ogni paese. Tra i 34 paesi emittenti al di fuori della Cina, i maggiori emittenti sono stati India, Cile, Repubblica Ceca, Polonia e Brasile (figura 11). I nuovi entranti nel mercato dei green bond sono stati Bangladesh, Costa d'Avorio, Repubblica Dominicana, Guatemala, Pakistan, Serbia e Repubblica Slovacca. I paesi esportatori di petrolio hanno aumentato la loro quota di emissioni di obbligazioni verdi EMDE al 6% del totale, il doppio della quota nel 2012-19, mentre cercano di diversificare le loro fonti di energia. Dal 2012, 50 EMDE hanno emesso green bond, registrando un'emissione cumulativa di 323 miliardi di dollari. Oltre un quarto di questa emissione è avvenuta nel 2021, poiché più emittenti EMDE sono stati in grado di attingere alla forte domanda di obbligazioni verdi per ottenere capitali da investitori nazionali e internazionali.

(Amundi Asset Management e International Finance Corporation, 2021)

## 1.3.2 MICROFINANZA E MICROCREDITO

### 1.3.2.1 DEFINIZIONE

La microfinanza può essere definita come il tentativo di fornire servizi finanziari alle famiglie e le microimprese escluse dai tradizionali servizi delle banche commerciali.

Tipicamente si tratta di individui a basso reddito, lavoratori autonomi o lavoratori informali, senza titoli di proprietà formalizzati sui loro beni e con documenti di identificazione formali limitati. La figura 17 ci spiega come si intrecciano i concetti di Microfinanza e Microcredito.



*Figura 17: Microfinanza e Microcredito*

È importante distinguere tra il concetto di microfinanza e i fornitori di servizi di microfinanza, che comprendono una serie di istituzioni diverse, che vanno dalle banche commerciali che cercano di raggiungere la fascia bassa del mercato con programmi specializzati e microprestatori commerciali, come le organizzazioni non governative (ONG), come la Grameen Bank (banca che si occupa di microfinanza in Bangladesh , in India e negli stati del Bengala occidentale e del Sikki) o le banche cooperative. La caratteristica comune di questi diversi fornitori è l'attenzione alla fascia bassa del mercato, mentre utilizzano una serie di tecniche diverse per raggiungere questa clientela e servirla in modo commercialmente sostenibile. Molte di queste istituzioni lavorano con il principio del doppio (profitto e impatto sociale) o del triplo (profitto, impatto sociale e impatto ambientale) scopo. La microfinanza è anche spesso indicata come un concetto che comprende tecniche e prodotti di consegna che differiscono dal sistema bancario convenzionale e sono progettati specificamente per superare le barriere che impediscono alle banche convenzionali di servire la fascia bassa del mercato.

### 1.3.2.2 OSTACOLI ALL'INCLUSIONE FINANZIARIA

Quali fattori limitano l'accesso delle famiglie e dei microimprenditori ai servizi finanziari formali nei paesi in via di sviluppo?

Identificare le barriere consente di progettare politiche che aiutano a ridurle. In questo contesto è importante distinguere tra fattori dal lato della domanda e dell'offerta, vale a dire fattori che impediscono alle famiglie e alle imprese di acquistare determinati prodotti e servizi e fattori che impediscono ai fornitori di servizi finanziari di raggiungere determinati gruppi di famiglie e imprese. Al livello più elementare, costi e rischi elevati sono alla base della limitata offerta di servizi finanziari alla fascia bassa del mercato. Il costo fisso della fornitura di servizi finanziari (ovvero i costi che sono indipendenti dall'importo del deposito o del credito, dal numero di transazioni di un cliente o dal numero di clienti serviti in una filiale o da un istituto) impatta segmenti della popolazione a basso reddito, in quanto si tratta di clienti con domanda di transazioni minori e/o inferiori. Inoltre, i rischi di raggiungere la fascia bassa del mercato potrebbero essere proibitivi. Un'ampia quota di famiglie e agenti economici nei paesi in via di sviluppo opera nel settore informale e non dispone della documentazione formale necessaria per le transazioni finanziarie. Questo problema è inasprito dalle normative più severe sulla conoscenza dei clienti introdotte nell'ultimo decennio in tutto il mondo, insieme alla mancanza di sistemi di identificazione adeguati in molti paesi a basso reddito. Analogamente, la volatilità – sia a livello individuale, legata alle fluttuazioni dei flussi di reddito di molte microimprese e famiglie, sia a livello aggregato, legata alla dipendenza di molte economie a basso reddito dalle esportazioni di materie prime – aumenta ulteriormente i costi e i rischi per i fornitori di servizi. Dal lato della domanda, la mancanza di alfabetizzazione finanziaria è stata identificata come un ostacolo significativo. I vincoli comportamentali e intrafamiliari sono importanti soprattutto per le decisioni di risparmio, ma anche per le decisioni relative all'allocazione delle risorse di credito.

(24) Inoltre, le asimmetrie informative possono portare a distinti fenomeni di selezione avversa e azzardo morale. In caso di selezione avversa, il prestatore non dispone di informazioni sulla rischiosità dei suoi mutuatari. I mutuatari più rischiosi hanno

maggiori probabilità di insolvenza rispetto ai mutuatari più sicuri, e quindi, a loro, dovrebbero essere addebitati tassi di interesse più elevati per compensare l'aumento del rischio di insolvenza. Di conseguenza, ai mutuatari più sicuri dovrebbero essere addebitati tassi minori ma a condizione che ogni tipo possa essere identificato con precisione. Poiché il prestatore dispone di informazioni incomplete sul profilo di rischio dei suoi mutuatari, tassi di interesse medi più elevati vengono trasferiti a tutti i mutuatari indipendentemente dal loro profilo di rischio (Armendáriz de Aghion e Morduch 2005, 2010). Per "azzardo morale" ci si riferisce generalmente all'utilizzo del prestito da parte del mutuatario, ovvero il prestatore non può essere certo che un prestito, una volta erogato, venga utilizzato per lo scopo previsto, o che il mutuatario applichi le quantità previste di input complementari, in particolare sforzo e competenza imprenditoriale, che sono alla base del contratto di erogazione del prestito. Se questi input fossero inferiori al previsto, il mutuatario potrebbe registrare più difficoltà nel ripagarli (Ghatak e Guinnane 1999). Oltre alla selezione avversa e rischio morale, ci sono ulteriori elementi che svolgono un ruolo nella spiegazione possibili fallimenti dei mercati del credito rurale, come costi di transazione elevati, l'adeguata fornitura di incentivi ai mutuatari per un rimborso tempestivo, nonché la progettazione e l'esecuzione di contratti di prestito.

(Maren Duvendack, Richard Palmer-Jones, James G Copestake, Lee Hooper, Yoon Loke, Nitya Rao, 2011)

### 1.3.2.3 TECNICHE DI MICROCREDITO

Come discusso in precedenza, il costo e il rischio sono due vincoli critici dal lato dell'offerta che impediscono agli enti creditizi di raggiungere la fascia bassa del mercato. Il successo del microcredito è stato spesso spiegato con tecniche specifiche, tra cui prestito a responsabilità solidale, incentivi dinamici, alta frequenza di rimborso e attenzione alle donne.

Il concetto di prestito di gruppo è comunemente annunciato come la principale innovazione della microfinanza e pretende di fornire una risposta alle carenze dei mercati del credito imperfetti, in particolare alla sfida di superare le asimmetrie

informative (Armendáriz de Aghion e Morduco 2005, 2010). I sostenitori della microfinanza affermano che la formazione di gruppi di responsabilità solidale (JLG), con il suo focus sulla pressione e sul monitoraggio, risponde a queste sfide. Di conseguenza, la letteratura teorica sulla microfinanza si è concentrata sullo sviluppo di modelli che spieghino il funzionamento del concetto JLG e il suo successo, in particolare, nel superare le asimmetrie informative.

Il modello standard di prestito contiene comunemente due meccanismi che affrontano la questione delle asimmetrie informative: *assortative matching* o *screening* per affrontare la selezione avversa e monitoraggio tra pari per superare l'azzardo morale (Ghatak e Guinnane 1999). Il principio del prestito di gruppo facilita l'abbinamento assortito o lo screening e il monitoraggio tra pari. Molti modelli hanno esaminato il modo in cui i regimi di responsabilità collettiva risolvono l'azzardo morale e i problemi di monitoraggio. Altri modelli si sono concentrati sulla selezione avversa e sui meccanismi di screening. Utilizzando i dati per i micromutuatari in Perù, Karlan (2007) rileva che gli individui con legami sociali più forti con i loro compagni di gruppo a causa della vicinanza geografica o culturale hanno un rimborso più elevato e tassi di risparmio più elevati. Rapporti più stretti consentono inoltre ai membri del gruppo di distinguere tra diversi motivi di inadempienza in modo tale da non punire i mutuatari che non possono rimborsare per motivi al di fuori del loro controllo. La conclusione generale della letteratura è che il concetto di JLG superi effettivamente la selezione avversa introducendo migliori meccanismi di screening. Feigenberg, Field e Pande (2011) lavorano con un istituto di microfinanza (MFI) in India che assegna casualmente nuovi clienti a gruppi di responsabilità solidale e riscontra che riunioni più frequenti dei gruppi migliorano la condivisione del rischio e riducono la probabilità di insolvenza. Interpretano la loro scoperta come responsabilità solidale (e le interazioni sociali che ne derivano), creando ulteriore capitale sociale. In sintesi, sebbene il capitale sociale sostenga l'efficacia del prestito di gruppo (con implicazioni su dove questa tecnica di prestito dovrebbe avere più successo), il prestito di gruppo stesso può creare capitale sociale. Un altro rischio a cui sono esposti i prestatori di fasce di popolazione a basso reddito è la limitata esecutività dei crediti, data l'assenza di garanzie reali e gli elevati costi legali relativi all'importo del prestito. Una seconda caratteristica importante del

microcredito sono quindi gli incentivi dinamici, ovvero la promessa di prestiti ripetuti e di importo maggiore. Ci sono prove che ciò riduca la probabilità di default (Karlan e Zinman 2009) per Sud Africa, Perù (Gine et al. 2010) e Malawi (Gine et al. 2012). La promessa di poter prendere nuovamente in prestito importi maggiori funge quindi da strumento disciplinare per i mutuatari e contribuisce a ridurre i rischi per l'istituto di credito. (Thorsten Beck 2015) (nr 39)

(Maren Duvendack, Richard Palmer-Jones, James G Copestake, Lee Hooper, Yoon Loke, Nitya Rao, 2011) (24)

### **1.3.3 SOCIAL IMPACT BOND (SIB)**

#### **1.3.3.1 DEFINIZIONE**

Nonostante il suo nome, un SIB non è affatto un'obbligazione. È una forma innovativa di collaborazione intersettoriale che può aiutare il governo a passare dal finanziare servizi di riparazione (programmi governativi che affrontano gli esiti sociali negativi dopo che si sono verificati, ad esempio, incarcerazione per i criminali, accesso al pronto soccorso per i senzatetto cronici) ex poste, all'affrontare i problemi sociali ex ante attraverso soluzioni di maggiore impatto e meno costose. I SIB sono un meccanismo di finanziamento basato sui risultati in base al quale gli investitori finanziano alcuni o tutti i costi iniziali o operativi di un'iniziativa o di un intervento. Se l'intervento riesce a fornire miglioramenti concordati nei risultati per gli utenti del servizio, gli investitori vengono rimborsati del loro investimento più un ritorno su tale investimento da parte dei dipartimenti del governo centrale o locale. Se i risultati concordati non vengono raggiunti, gli investitori non ricevono alcun rendimento e perdono parte o tutto il loro investimento. (Emma Disley, Chris Giacomantonio, Kristy Kruithof e Megan Sim, 2015)

Un'obbligazione è, invece, un investimento di debito in cui un investitore presta denaro a un'emittente di obbligazioni per un periodo di tempo definito a un tasso di

interesse concordato. I SIB non sono obbligazioni o strumenti di debito, piuttosto partnership multistakeholder gestite attraverso una serie di contratti.

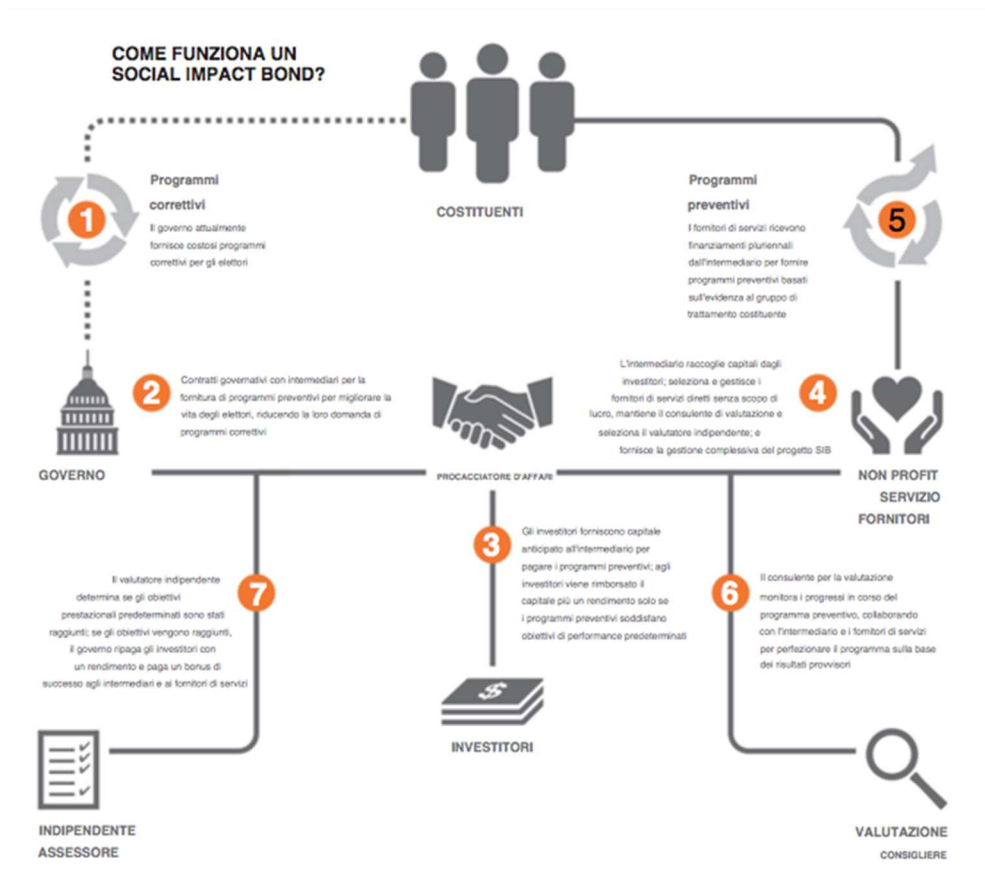


Figura 18: SIB, come funziona. Fonte: McKinsey&Company, 2012.

La figura 18 spiega il funzionamento dei SIB, il governo fornisce servizi per gli individui e le comunità in alcune aree come alloggi, assistenza sanitaria e affidamento. A volte fornisce direttamente questi servizi, ma più spesso stipula contratti con organizzazioni senza scopo di lucro per gestire rifugi per senzatetto, cliniche sanitarie comunitarie e case-famiglia. Un SIB struttura un contratto governativo per i servizi sociali con un tipo di contratto *pay-per-performance*, con il rischio finanziario spostato sugli investitori.

Gli investitori SIB forniscono capitale che soddisfa due scopi: in anticipo, paga per i servizi del fornitore di servizi senza scopo di lucro e, per tutta la durata del SIB, per l'intermediario, il consulente di valutazione e il valutatore indipendente.

L'intermediario SIB coordina questa partnership poliedrica. L'intermediario raccoglie capitali dagli investitori, seleziona i fornitori di servizi, stipula contratti con il governo, collabora con il valutatore indipendente e il consulente per la valutazione per fissare e misurare gli obiettivi di performance e collabora con il consulente per la valutazione per monitorare e analizzare i risultati provvisori e suggerire correzioni intermedie.

Se vengono raggiunti risultati sociali specifici, l'intervento è considerato riuscito e il governo paga all'intermediario un importo concordato. L'intermediario è responsabile del rimborso agli investitori del loro capitale più un ritorno sull'investimento. L'intermediario e il prestatore di servizi ricevono anche un pagamento di prestazioni se l'intervento ha successo.

Sebbene la partecipazione dell'intermediario, del consulente di valutazione e del valutatore indipendente aggiunga costi rispetto a uno scenario in cui il governo paga direttamente un fornitore di servizi, anche la struttura del SIB è progettata per aggiungere valore. La supervisione e il supporto forniti a un programma finanziato da SIB hanno lo scopo di aumentare la qualità e le prestazioni, rendendo più probabile un'implementazione di successo e aiutando i programmi a scalare verso nuove comunità o aree geografiche. I programmi finanziati dai SIB sono più costosi, suggerendo che i SIB dovrebbero essere utilizzati solo se non ci sono alternative adeguate, ma se i SIB forniscono un programma più efficace, offriranno un miglior rapporto qualità-prezzo nel lungo periodo.

### 1.3.3.2 VANTAGGI DEI SIB

Come già detto, i SIB aggiungono la partecipazione dell'intermediario, del consulente valutatore e del valutatore indipendente, quindi un costo, rispetto a uno scenario in cui il governo paga direttamente un fornitore di servizi. Così i SIB valgono la pena? Le ricerche suggeriscono che sono convenienti, nelle giuste condizioni.



Come spiega McKinsey&Company i tre grandi vantaggi dei SIB sono:

- **I SIB sono uno strumento per ridimensionare interventi sociali comprovati.** I SIB potrebbero colmare un vuoto critico: a parte gli approcci basati sul mercato, in precedenza non esisteva un modello strutturato e replicabile per la scalabilità di soluzioni collaudate. I SIB possono dare una struttura al trasferimento critico tra la filantropia (il capitale di rischio dell'innovazione sociale) e il governo (il capitale di scalabilità dell'innovazione sociale) per portare interventi basati sull'evidenza a più persone. I SIB possono farlo allineando gli incentivi tra un'ampia gamma di parti interessate e spostando il rischio finanziario lontano dal governo.
- **I SIB supportano l'obiettivo del governo di trasformazione delle prestazioni.** I SIB possono aiutare il governo a muoversi verso il pagamento per i risultati, piuttosto che per le attività. La supervisione e il supporto forniti a un programma finanziato da SIB hanno lo scopo di aumentare la qualità e le prestazioni, rendendo più probabile un'implementazione di successo. I SIB possono anche facilitare un altro cambiamento critico, spostando le risorse dalla riparazione alla prevenzione: si concentrano su programmi lungimiranti che anticipano e migliorano problemi prima che sorgano piuttosto che dopo che si sono materializzati e hanno influenzato negativamente individui e comunità. Se i SIB funzionano come previsto, potrebbero migliorare l'allineamento e la collaborazione tra le agenzie governative. Potrebbero anche rafforzare e accelerare l'adozione da parte del governo di sistemi di dati robusti e coordinati, che sono fondamentali per capire se i nuovi programmi hanno fatto la differenza.
- **I SIB premiano l'investimento del settore sociale in ciò che funziona.** Ad oggi, alcuni fornitori di servizi senza scopo di lucro hanno dovuto affrontare una situazione frustrante: si sono presi il tempo di raccogliere dati e scoprire cosa funziona per le persone vulnerabili, solo per scoprire che non c'è modo di scalare questi programmi alternativi. I SIB possono aiutare a rompere questo schema, premiando i fornitori di servizi che hanno creato programmi efficaci. (McKinsey&Company, 2012)

### 1.3.3.3 SVANTAGGI DEI SIB

Sono state identificate però, una serie di preoccupazioni riguardanti l'uso dei SIB come meccanismo di finanziamento, tra cui:

- Come altri approcci di finanziamento "*Payment by results*" i SIB potrebbero creare incentivi per gli utenti del servizio "*cherry-picking*" che probabilmente raggiungeranno il risultato desiderato e non fornire un intervento a coloro con cui potrebbe essere difficile lavorare. Allo stesso modo, i programmi finanziati dai SIB e i meccanismi di pagamento in base ai risultati potrebbero comportare un'attenzione eccessiva al raggiungimento dei risultati misurati dalla metrica di risultato principale, portando eventualmente a non affrontare altre esigenze (più) urgenti o a conseguenze dannose e non intenzionali (Culley et al. al, 2012).
- I costi di creazione e gestione di un SIB, che non sono stati stimati per i SIB esistenti nel Regno Unito o altrove, potrebbero superare qualsiasi risparmio derivante da migliori risultati. Ciò solleva la questione se le risorse utilizzate per finanziare i SIB potrebbero essere spese meglio per migliorare altri approcci di *commissioning* (McKay, 2013; Demel, 2012).
- Il meccanismo attraverso il quale un SIB potrebbe portare a una migliore erogazione del servizio e migliori risultati è stato ipotizzato, ma non è ancora del tutto compreso. Ciò solleva la questione se i benefici di un SIB possano essere raggiunti attraverso i tradizionali accordi di commissione, altre forme di pagamento in base ai risultati o attraverso l'uso di altre forme di investimento sociale (Demel, 2012; Warner, 2013).
- È stata riscontrata una difficoltà nel misurare i risultati, nell'attribuirli all'intervento finanziato dal SIB (Dicker, 2011) e nell'assegnare valori monetari ai risultati raggiunti, per determinare i pagamenti dei risultati appropriati (Tan et al, 2015).

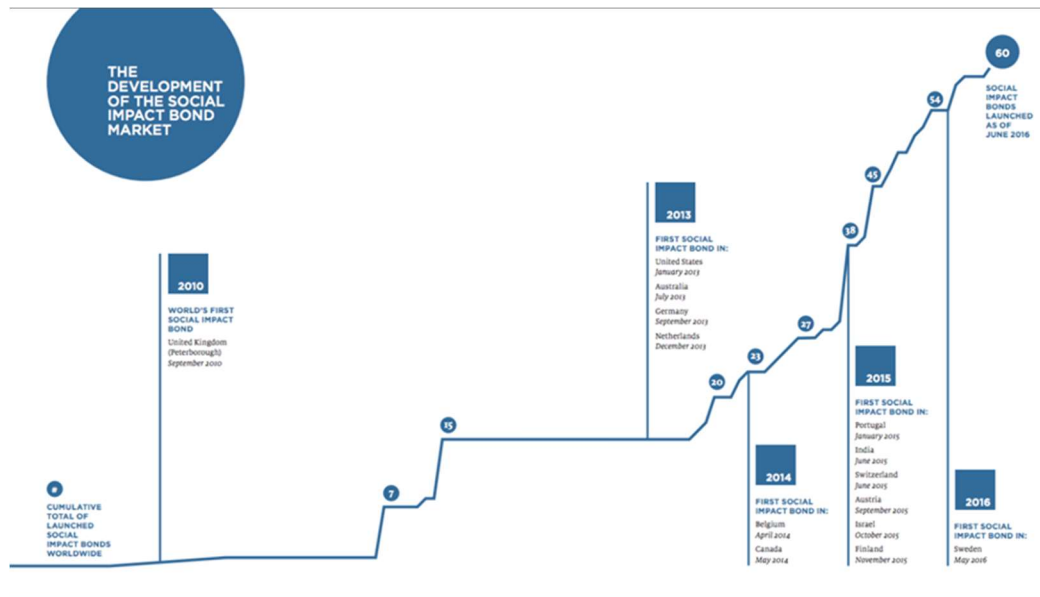


Figura 19: Sviluppo dei SIB. Fonte: Social Finance, Early Years, 2016

Come si vede dalla figura 19 lo sviluppo dei Social Impact Bond dal 2010 al 2016 ha registrato una crescita esponenziale in quanto numero di paesi in cui i SIB sono stati adottati.

## CAPITOLO II

### PERFORMANCE, COSTI E BENEFICI ESG

#### 2.1 ESG E PERFORMANCE

Come spiegano Patricia Crifo, Vanina D. Forget, 2015, il legame tra CSR e performance delle imprese ha dato vita a un notevole lavoro accademico, come testimoniano le numerose ricerche dedicate a questa letteratura (ad esempio Griffin e Mahon, 1997; Margolis e Walsh, 2003; Orlitzky *et al.*, 2003; Portney, 2008; Scholtens, 2008; Van Beurden e Goßling, 2008; Blanco *et al.*, 2009). Il dibattito se la CSR porti o meno a un aumento della performance finanziaria può considerarsi in qualche modo chiuso

dall'ampia metanalisi condotta da Margolis *et al.* (2009) su 251 studi. Gli autori concludono che *"l'effetto della performance sociale d'impresa sulla performance finanziaria d'impresa è piccolo, positivo e significativo. La performance sociale d'impresa non distrugge il valore per gli azionisti, anche se il suo effetto sul valore non è grande"*.

### 2.1.1 AUMENTO DELLA PRODUTTIVITA' DEI DIPENDENTI

Come sostengono Witold Henisz, Tim Koller e Robin Nuttall, 2019, una forte proposta ESG può aiutare le aziende ad attrarre e trattenere dipendenti di qualità, migliorare la motivazione dei dipendenti instillando uno scopo e aumentare la produttività globale (Alex Edmans, 2012). La soddisfazione dei dipendenti è positivamente correlata con i rendimenti per gli azionisti. Ad esempio, Alex Edmans, 2012, ha evidenziato che le aziende che sono state inserite nell'elenco delle "100 migliori aziende per cui lavorare" di Fortune hanno generato rendimenti azionari superiori dal 2,3% al 3,8% all'anno rispetto alle loro pari oltre un orizzonte superiore a 25 anni. Inoltre, è stato a lungo osservato che i dipendenti con un senso non solo di soddisfazione ma anche di connessione ottengono risultati migliori. Più forte è la percezione dell'impatto di un dipendente sui beneficiari del proprio lavoro, maggiore è la motivazione del dipendente ad agire in modo "prosociale" (Adam M. Grant, 2008).

L'impatto sociale positivo è correlato a una maggiore soddisfazione sul lavoro e gli esperimenti sul campo suggeriscono che, quando le aziende "restituiscono", i dipendenti reagiscono con entusiasmo (Witold Henisz *et al.* 2019).

Proprio come il senso di uno scopo superiore può ispirare i propri dipendenti a ottenere risultati migliori, una proposta ESG più debole può ridurre la produttività. Gli esempi più lampanti sono scioperi, rallentamenti dei lavoratori e altre azioni sindacali all'interno della tua organizzazione.

I vincoli di produttività, però, possono manifestarsi anche al di fuori delle mura dell'azienda, ovvero lungo tutta la catena di fornitura. I fornitori primari spesso subappaltano parti di grandi ordini ad altre aziende o si affidano ad agenti di acquisto,

e i subappaltatori sono generalmente gestiti in modo approssimativo, a volte con scarsa supervisione della salute e sicurezza dei lavoratori.

Le aziende lungimiranti prestano attenzione anche a questi dettagli Henisz, Witold, Tim Koller, e Robin Nuttall, 2019 prendono in considerazione General Mills, che lavora per garantire che i suoi principi ESG si applichino "dalla fattoria alla tavola alla discarica". Walmart, da parte sua, tiene traccia delle condizioni di lavoro dei suoi fornitori, compresi quelli con vaste fabbriche in Cina, secondo una scorecard aziendale proprietaria. Secondo Katy Askew, 2018, Mars cerca opportunità in cui può offrire ciò che definisce "vincite-vincite-vincite" per l'azienda, i suoi fornitori e l'ambiente. Mars ha sviluppato fattorie modello che non solo introducono nuove iniziative tecnologiche per gli agricoltori nelle sue catene di approvvigionamento, ma aumentano anche l'accesso degli agricoltori al capitale in modo che possano ottenere una partecipazione finanziaria in tali iniziative.

### 2.1.2 INVESTIMENTO E OTTIMIZZAZIONE DEGLI ASSET

Una solida proposta ESG può migliorare i rendimenti degli investimenti allocando il capitale a opportunità più promettenti e più sostenibili (ad esempio, energie rinnovabili, riduzione dei rifiuti e scrubber). Può anche aiutare le aziende a evitare investimenti bloccati che potrebbero non ripagare a causa di problemi ambientali a lungo termine (come massicce svalutazioni del valore delle petroliere). Secondo Witold Henisz, Tim Koller e Robin Nuttall, 2019 quando si tratta di fattori ESG, è importante tenere presente che l'approccio del non fare, di solito, è una strada pericolosa. Anche se gli investimenti necessari per aggiornare le operazioni possono essere economicamente sostanziali, scegliere di aspettare può essere l'opzione più costosa di tutte. Le regole del gioco stanno cambiando: le risposte normative alle emissioni influirà probabilmente sui costi energetici e potrebbe incidere in particolare sui bilanci delle industrie ad alta intensità di carbonio. I divieti o le limitazioni su cose come la plastica monouso o le auto a gasolio nei centri urbani introdurranno nuovi vincoli su più attività, molte delle quali potrebbero trovarsi a dover recuperare il ritardo. Un modo per anticipare la curva del futuro è prendere in considerazione la possibilità di riutilizzare gli asset, ad esempio convertendo i parcheggi in fallimento, in usi con una

domanda più elevata, come residenze o asili nido, una tendenza che si inizia a vedere nel rilancio delle città.

La lungimiranza va verso la linea di fondo e appoggiarsi ai venti favorevoli della sostenibilità offre nuove opportunità per migliorare i rendimenti degli investimenti. Come sta succedendo in Cina, per esempio. Si prevede che l'imperativo del paese per combattere l'inquinamento atmosferico creerà oltre 3 trilioni di dollari di opportunità di investimento fino al 2030, spaziando in tutti i settori, dal monitoraggio della qualità dell'aria alla purificazione dell'aria interna e persino alla miscelazione del cemento.

### 2.1.3 ESG E PERFORMANCE DEI TITOLI

Gran parte della ricerca ESG si è concentrata sui suoi effetti sulla performance aziendale (Aouadi e Marsat, 2018 , Duque-Grisales e Aguilera-Caracuel, 2019) con studi che trovano supporto per un'associazione positiva (Cahan et al., 2015 ;Eccles et al., 2014 , Fatemi et al., 2015 , Filbeck et al., 2009 , Lo e Sheu, 2007 , Rodriguez-Fernandez, 2016 , Wang e Sarkis, 2017), un'associazione negativa (Branco e Rodrigues, 2008 , Brammer et al., 2006) e nessuna associazione (Galema et al., 2008 , Statman, 2006 , Horváthová, 2010 , Orlitzky et al., 2003)

Molti hanno studiato la relazione tra aziende con forti caratteristiche ambientali, sociali e di governance (ESG) e performance finanziaria aziendale. Una grande sfida è stata quella di dimostrare che le correlazioni positive, quando prodotte, spiegano il comportamento. Come dice la classica frase usata dagli statistici, "la correlazione non implica la causalità".

Guido Giese, 2017 si è concentrato sulla comprensione di come le caratteristiche ESG abbiano portato a effetti finanziariamente significativi. In questo modo, è stato evitato il rischio di "data mining" in modo da distinguere tra correlazione e causalità.

Guido Geise, 2017, ha esaminato il modo in cui le informazioni ESG incorporate nei titoli vengono trasmesse al mercato azionario. Prendendo in prestito il linguaggio delle banche centrali, sono stati creati tre "canali di trasmissione" all'interno di un modello DCF (Discounted Cash Flow) standard, il canale del flusso di cassa, il canale del rischio idiosincratico e il canale della valutazione. I primi due canali sono trasmessi attraverso i

profili di rischio idiosincratici delle società, mentre il secondo canale di trasmissione è collegato ai profili di rischio sistemati delle società.

Nella figura 20 sono espressi i canali di trasmissione fondamentali da ESG a valori finanziari attraverso un modello DCF.

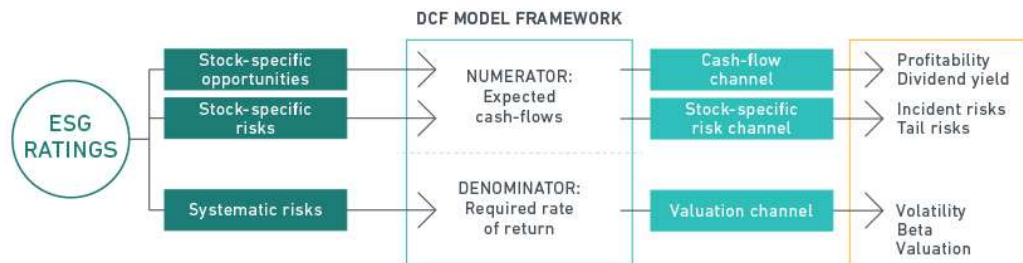


Figura 20: Canali di trasmissione. Fonte: Guido Giese, 2017.

Come spiega Guido Giese, 2017 questi canali si basano sulle seguenti motivazioni:

- **Canale del flusso di cassa:** le società con un elevato rating ESG sono più competitive e possono generare rendimenti anomali, portando a una maggiore redditività e pagamenti di dividendi.
- **Canale di rischio idiosincratico:** le aziende con un elevato rating ESG sono più brave a gestire i rischi aziendali e operativi specifici dell'azienda e quindi hanno una minore probabilità di subire incidenti che possono influire sul prezzo delle loro azioni. Di conseguenza, i loro prezzi delle azioni mostrano rischi di coda idiosincratici inferiori.
- **Canale di valutazione:** le società con un elevato rating ESG tendono ad avere una minore esposizione a fattori di rischio sistemati. Pertanto, il loro costo del capitale previsto è inferiore, portando a valutazioni più elevate in un quadro del modello DCF.

#### 2.1.4 ESG E GESTIONE DEL RISCHIO

Sono stati esaminati sia i rischi specifici dei titoli, che sono collegati al modello di business specifico delle società e ai processi di gestione del rischio, sia i rischi sistemati, che sono di natura macroeconomica e sono legati all'esposizione delle

società ai cambiamenti del mercato ambiente, prezzi di mercato o cambiamenti nella regolamentazione.

È stato riscontrato che MSCI ESG Ratings ha fornito informazioni preziose sia per i rischi sistemati che per i rischi specifici dei titoli. Ad esempio, è stato visto che le società nell'ultimo quinto dell'indice MSCI World hanno registrato ampi ribassi (superiori al 95%) tre volte superiori rispetto a quelle nell'ultimo quinto, come si può vedere nella figura 23, a sostegno dell'affermazione che l'ESG ha fornito comprensione dei rischi di incidente durante il periodo di 10 anni che sono stati studiati.

Il 20% inferiore dei titoli ESG, ha subito grandi ribassi, tre volte di più rispetto al 20% superiore.



Figura 21: Confronto tra incidenti di rischio di società con basso e alto rating ESG. Fonte: MSCI

Nella figura 21 notiamo che le aziende con un elevato rating ESG hanno registrato una frequenza inferiore di incidenti di rischio idiosincratice come i principali ribassi. Risultato che conferma studi su ESG e rischio aziendale, i quali rilevano che una maggiore attività ESG riduce il rischio totale e idiosincratice (Salama et al., 2011, Sassen et al., 2016) e riduce il rischio di ribasso (Hoepner et al., 2018, Hoepner, 2010, Giese et al., 2019). Al contrario, le società con rating ESG bassi avevano maggiori probabilità di subire incidenti gravi.

Fino a che punto un cambiamento nelle caratteristiche ESG di un'azienda è stato un indicatore anticipatore dei cambiamenti nel rischio sistematico e idiosincratice (Momentum ESG)? È stato scoperto che le modifiche ai rating ESG hanno avuto un



intervallo di tempo fino a tre anni nei cambiamenti nei tre canali di trasmissione e nelle variabili di valutazione.

Questa analisi non solo fornisce il supporto del fatto che le forti caratteristiche ESG hanno portato a una performance positiva del titolo (mostrando la causalità), ma che lo slancio ESG può essere un utile indicatore finanziario a sé stante e gli investitori possono scegliere di utilizzare questo segnale in aggiunta ai rating ESG in portafoglio metodologie costruttive. Ad esempio, sebbene non indicativo della performance futura, il quintile di momentum ESG superiore ha costantemente sovraperformato il quintile di momentum ESG inferiore durante il periodo di studio, come si vede nella figura 22.



Figura 22: Ritorno cumulativo rispetto al momentum ESG. Fonte: MSCI

La ricerca ha indicato che i fattori ESG hanno influenzato la valutazione e la performance delle società sia attraverso il loro profilo di rischio sistematico (costi del capitale inferiori e valutazioni più elevate) sia il loro profilo di rischio idiosincratco (maggiore redditività e minori esposizioni al rischio di coda) come dimostrano Salama et al., 2011 e Sassen et al., 2016. Pertanto, la trasmissione dalle caratteristiche ESG al valore finanziario è stata un processo multicanale, al contrario del *factor investing* in cui il meccanismo di trasmissione è tipicamente più semplice e unidimensionale.

## 2.2 ESG E COSTO DEL CAPITALE

Negli ultimi anni, l'integrazione dei criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nei portafogli si è spostata da un esercizio che coinvolgeva un numero relativamente ristretto di investitori a un focus mainstream. Nel framework di MSCI sui Principi di investimento sostenibile, è stato affermato che i rischi ESG, e in particolare la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, possono portare a una significativa riallocazione del capitale nel tempo.

Cosa ha significato questo cambiamento per le società quotate in borsa? Abbiamo visto alcuna relazione tra costo del capitale e punteggi ESG? Come visto nel paragrafo precedente, è stata studiata la relazione tra le caratteristiche ESG di un'azienda e la performance finanziaria, ora sarà fatta luce su come l'ESG abbia influito sul costo del capitale.

### 2.2.1 PROFILI ESG DELLE AZIENDE E COSTO DEL CAPITALE: CORRELAZIONE

Secondo Ashish Lod, 2020, sono stati ottenuti punteggi ESG mensili aggiustati per settore, che sono alla base dei rating ESG MSCI e sono state classificate le società nell'indice MSCI World (composto da componenti dei mercati sviluppati) e nell'indice MSCI Emerging Markets (MSCI EM) in due set di quintili di punteggio ESG, ciascuno con lo stesso numero di imprese.

Nell'MSCI World Index, il costo medio del capitale del quintile con il punteggio ESG più elevato è stato del 6,16%, rispetto al 6,55% del quintile con il punteggio ESG più basso; il differenziale è stato ancora più elevato per l'MSCI EM. In precedenza, è stato riscontrato che le società con rating ESG elevato erano meno esposte a rischi sistemati (vale a dire, i rischi che interessano l'ampio mercato azionario o settori o industrie simili al mercato) rispetto alle società con basso rating ESG, infatti Pastor et al., 2020 e Albuquerque et al., 2019 spiegano che in condizioni di equilibrio, spinte dalla domanda degli investitori, le imprese con punteggi ESG più elevati riducono il loro rischio sistematico. Questo risultato è coerente con il Capital Asset Pricing Model (CAPM), dove un rischio sistematico inferiore (beta) implica un minor costo del capitale proprio. Analogamente, è stato rilevato che il costo medio del debito delle società con rating ESG elevato era inferiore a quello delle società con rating ESG basso,

infatti Anis Maaloul, Daniel Zéghal, Walid Ben Amar e Sari Mansour, 2021 affermano che la performance e l'informativa ESG migliorano la reputazione aziendale che si traduce in minori costi di finanziamento. Ciò era in linea con le aspettative, poiché lo standard di corporate governance, uno dei pilastri dell'ESG, è noto per ridurre il rischio di insolvenza di un'azienda, che ha un impatto diretto sul costo del debito.



Figura 23: Costo del capitale, costo dell'equity, costo del debito per società in World e EM. Fonte: MSCI, 2020.

Nella figura 23 vediamo la media tra gli indici, di costo del capitale, del debito e dell'equity per le società nell'MSCI World Index e nell'MSCI Emerging Markets in funzione del rating ESG. Si nota anche che in qualsiasi contesto tra quelli analizzati le società con rating ESG più alti, hanno in media un costo del capitale inferiore.

Poiché le regioni dei mercati sviluppati differiscono l'una dall'altra in termini di consapevolezza ESG degli investitori e regimi normativi, lo studio MSCI ha ripetuto l'analisi del quintile per le società negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone individualmente (Ashish Lodh, 2020).



Figura 24: Costo del capitale, del debito e dell'equity in relazione al rating ESG per Usa, Europa e Giappone. Fonte: MSCI, 2020.

La figura 24 mostra la correlazione tra rating ESG e costo del capitale, dell'equity e del debito per USA, Europa e Giappone separatamente. Come vediamo nella figura la relazione tra i punteggi ESG e il costo del capitale è stata più forte negli Stati Uniti, dove le società con il punteggio ESG più basso hanno affrontato un costo del capitale significativamente più elevato rispetto alle società con il punteggio ESG più alto, confermando i risultati di Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Chuck C.Y. Kwok, Dev R. Mishra, 2011, Dhaliwal, Oliver Zhen Li, Albert Tsang, Yong George Yang, 2014 e Dan S. Dhaliwal, Oliver Zhen Li, Albert Tsang e Yong George Yang, 2011. In Europa e in Giappone il rapporto non è stato del tutto coerente, anche se il costo del capitale per le società con rating più basso è rimasto significativamente più elevato rispetto a quelle con rating migliore. Inoltre, in tutte le regioni, i punteggi ESG presentano una relazione più forte con il costo del capitale per le società a basso rating, come dimostrato dal forte aumento dal terzo trimestre al primo trimestre (basso ESG).

Le aziende di ciascun settore vengono valutate solo su questioni chiave ESG specifiche del settore, che sono ritenute finanziariamente rilevanti dal suo sottosettore Global Industry Classification Standard (GICS®) che è lo standard di classificazione industriale globale sviluppato congiuntamente da MSCI e Standard & Poor's. Come afferma Ashish Lodh, 2020 le società con punteggio basso hanno mostrato costi del capitale significativamente più elevati rispetto alle società con punteggio elevato nella maggior parte dei settori GICS, e non solo nei settori tradizionalmente considerati più esposti ai

rischi ambientali (energia e servizi di pubblica utilità) o ai rischi di governance (finanziari). Ciò è rimasto vero sia per i mercati sviluppati che per quelli emergenti.

## 2.2.2 RATING, VALUTAZIONI E REDDITIVITÀ

Perché le società con un punteggio ESG elevato hanno registrato costi del capitale inferiori? Questi costi inferiori potrebbero derivare dalla minore suscettibilità ai rischi di mercato sistematici. In un modello di flusso di cassa scontato, a parità di condizioni, anche le società con un costo del capitale inferiore avrebbero probabilmente una valutazione più elevata. Oltre ad avere un costo di finanziamento inferiore, le aziende con un punteggio ESG elevato avrebbero anche potuto beneficiare del vantaggio competitivo derivante da una migliore gestione delle risorse, del capitale umano e dei rischi operativi specifici dell'azienda.



Figura 25: Andamento del Price to book value e ROE Fonte: MSCI, 2020.

Nella figura 25 vediamo l'andamento della valutazione e redditività dell'MSCI ACWI ESG Leaders Index e dell'MSCI ACWI SRI Index (gli indici MSCI ESG Leaders selezionano il 50% dei migliori titoli con rating ESG in ciascun settore GICS. Gli indici MSCI SRI selezionano il 25% dei migliori titoli con rating ESG in ciascun settore GICS). Il rapporto di valutazione dell'MSCI ACWI ESG Leaders Index e dell'MSCI SRI Index, ciascuno dei quali adotta un approccio best-in-class per la selezione di titoli con punteggio ESG elevato, è stato superiore rispetto al tradizionale indice MSCI ACWI ponderato per la

capitalizzazione di mercato nel corso del periodo di analisi dal 30 giugno 2011 al 29 novembre 2019 (MSCI, 2020).

Come spiega Ashish Lodh, 2020 sebbene incorporare criteri ESG rilevanti dal punto di vista finanziario in una strategia aziendale potrebbe comportare un costo fisso a breve termine, il mercato sembrava premiare le aziende che hanno adottato misure per migliorare le pratiche ESG durante il periodo di studio. Le società con un punteggio ESG elevato hanno dovuto affrontare costi del capitale inferiori e le società con un punteggio ESG basso hanno beneficiato del miglioramento del proprio profilo ESG confermando i risultati di Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Chuck C.Y. Kwok, Dev R. Mishra, 2011, Dhaliwal, Oliver Zhen Li, Albert Tsang, Yong George Yang, 2014 e Dan S. Dhaliwal, Oliver Zhen Li, Albert Tsang and Yong George Yang, 2011. Questa relazione tra ESG e costo del capitale potrebbe aver fornito una qualche convalida empirica per le recenti innovazioni nei prestiti alle imprese collegati ai fattori ESG, per cui i prestatori hanno legato i termini del prestito al raggiungimento di specifici criteri ESG da parte dei mutuatari aziendali.

Grazie agli indici MSCI è stato dimostrato che il canale del costo del capitale era un modo in cui i profili ESG delle imprese (misurati dai rating ESG MSCI) avrebbero potuto essere collegati alle decisioni di investimento e finanziamento aziendale.

A conferma di quanto detto, Imen Khanchel e Naima Lassoued, 2022, spiegano che per il mercato obbligazionario, le imprese con una maggiore informativa sulla CSR sono premiate con costi bancari inferiori (Alosa MK; Lai F.-W.; Shamin A.; McShane M, 2020, Goss A.; Roberts, 2011, Raimo N.; Caragnano A.; Zito M. 2021) poiché è negativamente associata all'asimmetria informativa (Hamrouni A.; Uyar A.; Boussaada R. 2020). Inoltre, l'informativa sulla RSI si correla positivamente con i rating creditizi (Jiraporn P.; Jiraporn N.; Boeprasert A.; Chang K. 2014). Di conseguenza, il reporting CSR può ridurre significativamente il disagio finanziario percepito e di conseguenza migliorare i rating del credito.

In futuro, questi collegamenti potrebbero fornire criteri più espliciti per il finanziamento, poiché investitori, finanziatori e aziende miglioreranno la loro comprensione di come la gestione dei rischi ESG possa tradursi in performance finanziarie a lungo termine.

## 2.3 INFLUENZE ESG SULLE VENDITE

### 2.3.1 INFLUENZA DEI FATTORI ESG SULLE VENDITE

Si è visto che ESG può anche guidare la preferenza dei consumatori. La lavoro di Henisz, Witold, Tim Koller, e Robin Nuttall, 2019 ha dimostrato che i clienti affermano di essere disposti a pagare per "diventare ecologici". Sebbene possano esserci ampie discrepanze nella pratica (come i clienti che si rifiutano di pagare anche solo l'1% in più), è stato scoperto che oltre il 70 per cento dei consumatori intervistati sugli acquisti in più settori, comprese le categorie automobilistica, edile, elettronica e degli imballaggi, ha affermato che pagherebbe un supplemento del 5% per un prodotto ecologico se soddisfa gli stessi standard prestazionali di un'alternativa non ecologica, inoltre, quasi la metà (44%) delle aziende intervistate ha identificato le opportunità commerciali e di crescita come impulso per avviare i propri programmi di sostenibilità. I guadagni sono reali, quando Unilever ha sviluppato Sunlight, un marchio di detersivo per piatti che utilizzava molta meno acqua rispetto agli altri marchi, le vendite di Sunlight e degli altri prodotti Unilever per il risparmio idrico hanno continuato a superare la crescita della categoria di oltre il 20% in una serie di mercati con scarsità d'acqua. E la finlandese Neste, fondata come società tradizionale di raffinazione del petrolio più di 70 anni fa, ora genera più di due terzi dei suoi profitti da carburanti rinnovabili e prodotti legati alla sostenibilità.

È interessante notare, tuttavia, che i fattori sociali e di governance, come l'impegno per i diritti umani e la diversità e la trasparenza nelle pratiche commerciali, sembrano essere più influenti dei fattori ambientali quando si tratta di decisioni di acquisto. I giovani sono particolarmente sintonizzati sulle preoccupazioni ESG, con i millennial e la generazione Z significativamente più propensi a considerare ESG in relazione alla fiducia, alla difesa e agli acquisti dalle aziende.

In che modo le azioni ambientali, sociali e di governance di un'azienda influenzerebbero il tuo comportamento nell'acquistare un prodotto o un servizio dall'azienda?

- Fattori ambientali:

l'impegno a ridurre le emissioni di carbonio, l'utilizzo di materiali riciclati o la riduzione dei rifiuti di plastica nei propri prodotti;

- Fattori sociali:

sostenere i diritti umani, sostenere la diversità e l'inclusione dei lavoratori e del personale o sostenere le comunità locali;

- Fattori legati alla governance:

essere trasparenti ed etici, rispettare le normative o gestire in modo appropriato i dati e la privacy dei clienti;

(Global Consumer Insights Pulse Survey, 2022)

Amy Emmert, 2021 spiega come al culmine della pandemia di COVID-19 c'era una cosa in quantità infinita per molti bloccati a casa: il tempo. E avendo più tempo per riflettere sulle azioni e sulle scelte quotidiane, molte persone hanno iniziato a concentrarsi sull'impatto ambientale delle loro decisioni di acquisto. Prima della pandemia, i consumatori avevano iniziato a dare priorità alla sostenibilità. Nel Global Consumer Insights Pulse Survey di PwC del giugno 2021, la metà di tutti i consumatori globali intervistati afferma di essere diventata ancora più rispettosa dell'ambiente. Nel sondaggio Global Consumer Insights del 2019, solo il 35% degli intervistati ha affermato di aver scelto prodotti sostenibili per aiutare a proteggere l'ambiente, il 37% ha affermato di aver cercato prodotti con imballaggi ecologici e il 41% ha affermato di aver evitato l'uso della plastica quando poteva. I risultati del sondaggio di PwC mostrano percentuali superiori da dieci a venti punti in risposta a domande formulate in modo simile. Anche uno studio della piattaforma di ricerca creativa Visual GPS, in collaborazione con la società di ricerche di mercato YouGov, indica un cambiamento durante la pandemia. Il sondaggio rileva che l'81% delle persone intervistate si aspetta che le aziende siano attente all'ambiente nella loro pubblicità e comunicazione, e il 69% degli intervistati ha affermato che stava facendo tutto il possibile per ridurre al minimo la propria "*carbon footprint*" (rispetto al 63% solo un anno prima).

Come afferma Amy Emmert, 2021, in tutto il mondo, leader aziendali e analisti hanno riflettuto su quale dei comportamenti dei consumatori accelerati dalla pandemia persisterà e si approfondirà e quale si ritirerà. Il sondaggio di PwC, condotto più di un



anno dopo la prima epidemia di COVID-19, suggerisce che il consumismo ecologico resterà anche in futuro.

Aziende di beni di consumo confezionati, rivenditori e negozi di generi alimentari prestano da tempo attenzione alla crescente domanda di prodotti ecologici da parte dei loro clienti.

Inoltre, Francois Derrieny, Philipp Kruegerz, Augustin Landiere e Tianhao Yao, 2021, hanno esaminato, attraverso l'utilizzo di un campione globale, come le notizie ESG negative, influiscono sulle revisioni delle previsioni sugli utili da parte degli analisti. I ritocchi al ribasso sono dovuti a revisioni negative delle future previsioni di vendita, suggerendo che gli analisti si aspettano che i consumatori reagiscano negativamente al deterioramento dei fattori ESG prestazione.

L'indagine di PwC nella Global Consumer Insights Survey, 2019 rivela che i consumatori nella regione Asia-Pacifico sono più rispettosi dell'ambiente rispetto alla media globale e la grande maggioranza degli intervistati dichiara di diventare più rispettosa dell'ambiente. In Indonesia è dell'86% e in Vietnam e Filippine è del 74%. La tendenza è prevalente anche in Medio Oriente. In Egitto, il 68% afferma di essere più ecologico e negli Emirati Arabi Uniti è il 67%. Ciò suggerisce che i messaggi di sostenibilità dovrebbero avere una risonanza amplificata in quelle regioni.

## Generational differences in eco-friendly consumerism

Millennials are most likely to be thinking about sustainability while shopping.

Q: Please indicate to what extent you agree or disagree with the following statements around shopping sustainably. (Answers are a combination of "agree" and "strongly agree" responses)

Darker shades of green indicate greater proportions of agreement relative to other generational cohorts.

	Generation Z	Young millennials (age 23-26)	Core millennials (age 27-32)	Mature millennials (age 33-36)	Generation X	Baby boomers
I choose products with a traceable and transparent origin	47%	59%	60%	62%	56%	48%
I buy from companies that are conscious and supportive of protecting the environment	49%	60%	61%	58%	53%	47%
I intentionally buy items with eco-friendly packaging or less packaging	48%	55%	60%	55%	55%	51%
I am buying more biodegradable/eco-friendly products	48%	56%	59%	58%	52%	47%
When shopping for products, I check the labeling/packaging for sustainability certification(s)	47%	57%	58%	53%	51%	43%

Base: Generation Z (1,360); young millennials (933); core millennials (1,588); mature millennials (919); generation X (2,848); baby boomers (975).

Note: The greatest generation (the oldest group) is not shown, because the base is too low.

Source: June 2021 Global Consumer Insights Pulse Survey

Figura 26: Differenze fra consumatori eco-friendly di diverse generazioni Fonte:Pwc

Come notiamo dalla figura 26 c'è stato anche un movimento sostanziale all'interno delle coorti demografiche. I millennial hanno mostrato il maggior cambiamento. Il cinquantotto per cento dei millennial "core" (quelli di età compresa tra 27 e 32 anni) intervistati da PwC afferma di essere diventato più rispettoso dell'ambiente. I millennial core e "giovani" (quelli di età compresa tra 23 e 26 anni) sono anche i più propensi a concordare sul fatto che considerano consapevolmente la sostenibilità durante lo shopping. L'impegno della generazione Z nei confronti dell'ecoconsumismo è in ritardo rispetto a quello dei millennial, il che potrebbe avere a che fare con la percezione che sia più costoso o difficile fare acquisti in modo sostenibile (vedi figura 26) (Global Consumer Insights Survey, 2019).

Chi lavora da casa è anche più propenso a fare acquisti in modo sostenibile. Più della metà (56%) degli intervistati che lavorano da casa afferma di essere diventata più rispettosa dell'ambiente, rispetto al 48% di coloro che lavorano fuori casa.

Ma alcune preoccupazioni hanno la meglio sulla sostenibilità, per Amy Emmert, 2021, i consumatori sono leggermente più preoccupati per la salute e la sicurezza che per l'impatto ambientale delle loro decisioni di acquisto. Questo è probabilmente un effetto della pandemia. Quando si tratta di acquistare plastica monouso e altri articoli usa e getta (ad es. maschere per il viso, fazzoletti di carta, salviette disinfettanti e guanti), poco più della metà (51%) degli acquirenti globali afferma che le loro preoccupazioni per la salute e la sicurezza superano il loro senso dell'ambiente responsabilità.

### 2.3.2 SCETTICISMO SULLA SOSTENIBILITÀ

Sebbene l'eco-consumismo sia chiaramente in aumento, l'indagine più recente di PwC rivela che alcuni segmenti di consumatori non hanno pienamente abbracciato lo shopping sostenibile: il 44% degli intervistati afferma di non avere opinioni o di non essere d'accordo con tre o più affermazioni sullo shopping sostenibile. Questi consumatori meno attenti all'ambiente, o "scettici della sostenibilità", hanno alcune caratteristiche in comune. È più probabile che lavorino lontano da casa, siano giovani e

siano guidati dalla convenienza quando scelgono come fare acquisti, ed è meno probabile che percepiscano sé stessi come consumatori evoluti in altre aree.

Come riporta Amy Emmert, 2021 gli scettici della sostenibilità identificano varie ragioni per le loro posizioni. Il 44% afferma che i prodotti sostenibili hanno un prezzo troppo alto. Altri motivi citati dagli intervistati per non aver scelto prodotti sostenibili sono la mancanza di qualità, la disponibilità limitata dei prodotti e la mancanza di tempo per cercare queste opzioni.

Secondo Pankaj C. Patel, John A. Pearce II, Pejvak Oghazi, 2021, la misura in cui le vendite del settore sono sensibili ai punteggi ESG è una considerazione importante in quanto la monetizzazione degli sforzi ESG potrebbe essere legata al grado in cui il settore come collettivo ha identificato i mezzi per convertire i punteggi ESG in vendite. Sulla base di Dess e Beard (1984), sono importanti due modelli temporali dell'ESG e delle vendite del settore, vale a dire il dinamismo (processo in cui le imprese nascono, falliscono, si espandono e si contraggono continuamente a seguito della creazione, distruzione o cessione di posti di lavoro) e prevedibilità. Il dinamismo viene misurato utilizzando l'errore standard dei punteggi ESG del settore regrediti sulle vendite nel tempo, indicando il livello di sperimentazione utilizzato per ricavare vendite più elevate da ESG nel settore. La prevedibilità viene misurata utilizzando l'R-quadrato dei punteggi ESG del settore regrediti sulle vendite del settore. La prevedibilità è il grado in cui i criteri ESG del settore del passato prevedono le vendite future. Il modo in cui ESG a livello di settore si muove in tandem con le vendite del settore potrebbe essere una considerazione importante per la creazione di valore da parte di ESG e uno strumento per convincere gli scettici.

## **2.4 ESG E COSTI**

### **2.4.1 COSTI ESG**

Ci sono costi finanziari significativi coinvolti nella realizzazione di nuove ambizioni di sostenibilità. Certamente a breve termine, i costi supereranno i benefici finanziari in un

certo numero di casi. Ciò pone la domanda fondamentale: chi beneficia della transizione verso obiettivi sostenibili come l'azzeramento delle emissioni di carbonio?

Danny Oosteroff, 2022 pone l'attenzione sull'allocatione dei costi. Se i costi ESG sono significativi, ciò fa scattare la domanda su come dovrebbero essere trattati dal punto di vista dell'allocatione degli utili o dei prezzi di trasferimento all'interno dell'impresa. I fattori ambientali, sociali e di governance hanno assunto un ruolo centrale e consumatori, governi e investitori sono sempre più concentrati su come le aziende stanno incorporando questi fattori nella loro strategia aziendale complessiva.

È chiaramente importante che le aziende comprendano le conseguenze negative del trascurare i fattori ESG nel loro processo decisionale strategico. Tuttavia, ci sarà un costo significativo, sicuramente a breve termine, per implementare e aderire veramente a standard ESG sia ambiziosi che tangibili.

Il SustainAbility Institute di ERM ("ERM") ha condotto un sondaggio tra emittenti societari e investitori istituzionali per capire quanto spendono attualmente le organizzazioni del settore privato statunitense per misurare e gestire le attività di divulgazione relative al clima. Il sondaggio è stato condotto da febbraio a marzo 2022. Tra gli emittenti intervistati che hanno condiviso i propri costi per le attività di divulgazione relative al clima, le tre maggiori categorie di costi sono:

- Analisi e/o divulgazione dei gas a effetto serra (GHG) (costo medio annuo di \$ 237.000 per coloro che dichiarano di spendere in questa categoria).
- Analisi e/o divulgazione dello scenario climatico (costo medio annuo di \$ 154.000 per coloro che dichiarano di spendere in questa categoria).
- Controlli di gestione del rischio climatico interno, vale a dire i costi relativi all'integrazione del rischio climatico nei processi aziendali (costo medio annuo di \$ 148.000 per coloro che dichiarano di spendere in questa categoria).

Le tre maggiori categorie di costi tra gli investitori intervistati sono:

- Valutazioni ESG esterne, fornitori di dati e consulenti (costo medio annuo di \$ 487.000 per coloro che dichiarano di spendere in questa categoria).

- Analisi interna, legale esterna e procuratore legale per delega del voto degli azionisti per le voci di voto relative alla raccolta di informazioni sulla gestione del rischio climatico (costo medio annuo di \$ 405.000 per coloro che dichiarano di spendere in questa categoria).
- Analisi degli investimenti interni relativi al clima (costo medio annuo di \$ 357.000 per coloro che dichiarano di spendere in questa categoria).

(Mark Lee, Emily K. Brock, Doug MacNair, 2022)

Come spiega Danny Oosteroff, 2022, sebbene sia intrinsecamente difficile valutare i costi, è giusto prevedere costi significativi per obiettivi ESG ambiziosi. In un articolo su *The Economist*, 2020, è stata fatta una stima specifica dei costi in relazione alla compensazione dell'intera impronta di carbonio di un'azienda. Si stima che ciò costi circa lo 0,4% dei ricavi annuali (*The Economist*, 2020). Questo potrebbe già essere un componente enorme per molte aziende, ma è solo un aspetto di un semplice fattore ESG. Dal punto di vista dei costi, si tratta di bilanciare il compromesso tra le spese necessarie e le potenziali perdite causate dall'ignoranza o dalla cattiva gestione dei fattori ESG. Costantemente, c'è una crescente consapevolezza tra le aziende che non possono permettersi di non rendere ESG una parte della loro strategia aziendale complessiva.

Per le imprese multinazionali, il processo decisionale chiave (strategico) in relazione alle scelte ESG che comportano cambiamenti strategici e lo sviluppo del percorso di trasformazione è tipicamente svolto presso la sede centrale. Inoltre, la maggior parte degli investimenti iniziali e dei costi sottostanti vengono effettuati anch'essi nella sede centrale. Su aspetti specifici, come i cambiamenti nell'uso/consumo di energia, si potrebbero effettuare investimenti significativi anche in luoghi in cui le aziende dispongono di beni ad alta intensità di capitale come gli impianti di produzione.

Soprattutto se i costi sono significativi, certamente nel breve termine rispetto alla redditività complessiva di un'azienda, ciò fa scattare la domanda su come questi costi dovrebbero essere trattati da una prospettiva di allocazione degli utili o di prezzi di trasferimento all'interno dell'impresa multinazionale, ma il trattamento dei costi o degli investimenti ESG non è qualcosa che è specificamente regolato dal punto di vista fiscale a livello locale o internazionale.

## 2.4.2 RIDUZIONE DEI COSTI

ESG può anche ridurre sostanzialmente i costi. Tra gli altri vantaggi, l'esecuzione efficace dei criteri ESG può aiutare a combattere l'aumento delle spese operative (come i costi delle materie prime e il costo dell'acqua o del carbonio), che secondo Henisz, Witold, Tim Koller, e Robin Nuttall, 2019 può influire sui profitti operativi fino al 60%. Nello stesso rapporto, è stata creata una metrica (la quantità di energia, acqua e rifiuti utilizzati in relazione alle entrate) per analizzare l'efficienza relativa delle risorse delle aziende all'interno di vari settori ed è stata trovata una correlazione significativa tra l'efficienza delle risorse e la performance finanziaria. Lo studio ha anche identificato una serie di aziende in tutti i settori che hanno ottenuto risultati particolarmente positivi, ovvero proprio le aziende che avevano portato le loro strategie di sostenibilità più lontano.

Come per ciascuno dei cinque driver alla creazione di valore ESG, il primo passo per realizzare valore inizia con il riconoscimento dell'opportunità. Witold Henisz, Tim Koller, Robin Nuttall, 2019 portano l'esempio di 3M, una società che ha capito che essere proattivi riguardo al rischio ambientale può essere una fonte di vantaggio competitivo. L'azienda ha risparmiato 2,2 miliardi di dollari da quando ha introdotto il suo programma "pollution prevention pays" (3Ps), nel 1975, prevenendo l'inquinamento in anticipo riformulando i prodotti, migliorando i processi di produzione, riprogettando le attrezzature e riciclando e riutilizzando i rifiuti della produzione. FedEx, da parte sua, mira a convertire l'intera flotta di 35.000 veicoli in motori elettrici o ibridi; ad oggi, il 20 per cento è stato convertito, il che ha già ridotto il consumo di carburante di oltre 50 milioni di galloni (Witold J. Henisz, 2016).

## 2.5 TASSE E INCENTIVI PER INVESTIMENTI ESG

Una proposta di valore esterno più forte può consentire alle aziende di ottenere una maggiore libertà strategica, allentando la pressione normativa. Infatti, caso dopo caso

in tutti i settori e le aree geografiche, la forza dei fattori ESG aiuta a ridurre il rischio delle aziende di azioni governative avverse. Può anche generare il sostegno del governo.

Il valore in gioco potrebbe essere più alto di quanto si possa pensare. Secondo le analisi di Witold Henisz, Tim Koller, Robin Nuttall, 2019, in genere un terzo dei profitti aziendali è a rischio a causa dell'intervento statale. L'impatto della regolamentazione, ovviamente, varia a seconda del settore. Per i prodotti farmaceutici e sanitari, i profitti in gioco vanno dal 25% al 30% circa. Nel settore bancario, dove le disposizioni sui requisiti patrimoniali, "too big to fail" e la protezione dei consumatori sono così fondamentali, il valore in gioco è tipicamente di 50% a 60%. Per i settori automobilistico, aerospaziale, della difesa e tecnologico, dove prevalgono i sussidi governativi (tra le altre forme di intervento), il valore in gioco può raggiungere anche il 60%.

Mentre il mondo si muove per combattere il cambiamento climatico, la decarbonizzazione è diventata una priorità sia per i governi che per le aziende. Un modo in cui i governi di tutto il mondo stanno stimolando il progresso è attraverso migliaia di tasse e incentivi verdi. Sebbene queste decisioni di decarbonizzazione già complicate lo siano ancora di più, la buona notizia è che quando le aziende si prendono il tempo per vedere le loro scelte strategiche da un punto di vista fiscale e di incentivi, spesso decarbonizzano e migliorano i profitti. Tuttavia, in troppe organizzazioni, i leader fiscali non sono presenti quando vengono prese decisioni strategiche chiave. Queste aziende stanno perdendo opportunità, affrontando costi imprevisti e lasciando sul tavolo vantaggi che altrimenti potrebbero aiutarle ad accelerare il loro percorso di decarbonizzazione. Sebbene possa sembrare ovvio, Barry Murphy, Niels Muller, 2022, sostengono che ogni attuale decisione di strategia aziendale sugli obiettivi di sostenibilità dovrebbe tener conto attentamente di tasse e incentivi. Poiché i guadagni al netto delle imposte sono considerati benefici effettivi, le società sono incentivate a ridurre i propri costi fiscali per massimizzare i propri profitti al netto delle imposte (Choi G.; Park J. 2000). In effetti, senza comprendere entrambi, è difficile per le aziende creare il miglior business case per qualsiasi impegno netto zero.

Oggi ci sono tasse ambientali su tutto, dal carburante e l'acqua alla plastica e ai materiali di scarto, che possono incidere sui profitti. Ad esempio, il Green Deal

dell'Unione europea, un insieme di politiche e iniziative adottate alla fine del 2019 per contribuire a rendere l'Europa il primo continente climaticamente neutro, include più di 1.000 prelievi nuovi o modificati. Accanto alle tasse c'è un numero elevato e crescente di incentivi verdi - centinaia a livello nazionale e ancora di più a livello regionale - che potrebbero influenzare l'*asset allocation*, lo sviluppo del prodotto e la pianificazione strategica complessiva. Negli Stati Uniti, le aziende stanno ora calibrando l'effetto degli incentivi ambientali incorporati nell'*Inflation Reduction Act* da 370 miliardi di dollari. Questi vanno da crediti d'imposta e sovvenzioni per investimenti verdi a incentivi per sviluppare la domanda di prodotti a basse emissioni di carbonio nella costruzione di edifici federali e progetti di trasporto.

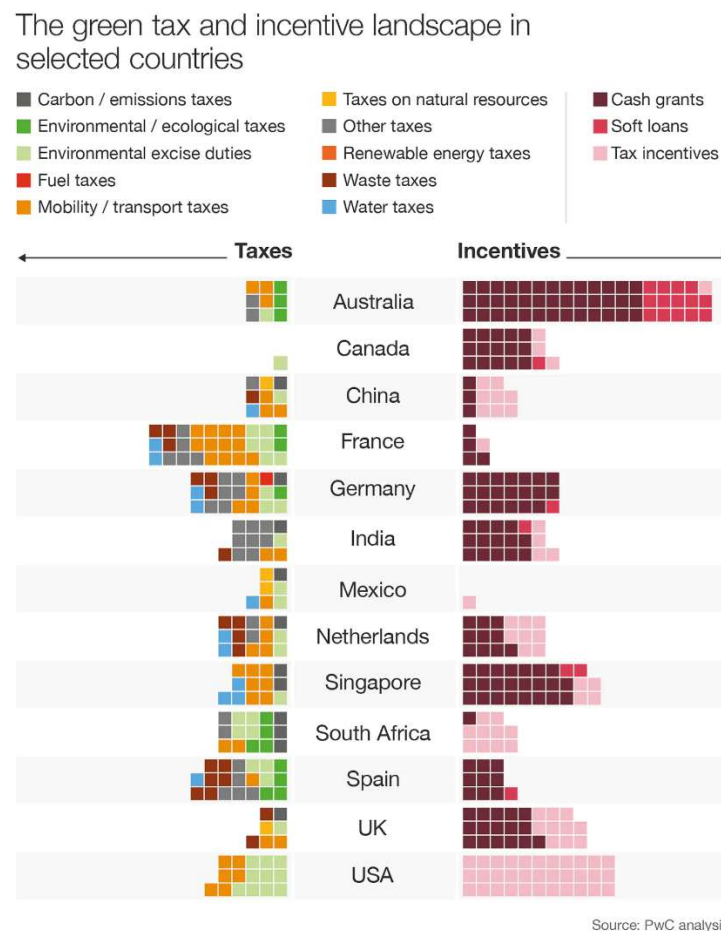


Figura 27: Tasse e Incentivi ESG Fonte: PwC

La figura 27 mostra quanti e quali tipi di incentivi e di tasse vengono applicati nei paesi analizzati.



In che modo una migliore comprensione delle tasse e degli incentivi può influenzare il processo decisionale? Neumann SS; Omer CT; Shelley MK, 2013 hanno evidenziato come le aziende con strategie fiscali sostenibili hanno una migliore governance, controllo interno e prestazioni aziendali, come il rendimento delle attività, rispetto ad altre aziende.

Di recente, Pwc ha aiutato un produttore globale di cemento in Canada a valutare le sovvenzioni relative agli sforzi di modernizzazione degli impianti che ridurrebbero sostanzialmente le emissioni. Uno prevedeva il cambio di fonti di combustibile, mentre un altro prevedeva la cattura del carbonio e lo stoccaggio sotterraneo (CCUS). L'organizzazione ha modellato scenari di costo con e senza incentivi e fondi governativi disponibili. Era chiaro che la società avrebbe dovuto richiedere le sovvenzioni.

In effetti, si è scoperto che per i progetti che il produttore di cemento stava prendendo in considerazione, con un valore capitale nella regione di 1,5 miliardi di dollari, gli incentivi erano pari al 50% del costo, consentendo potenzialmente un progresso più rapido verso lo zero netto.

Nonostante i vantaggi di ciò, relativamente poche aziende hanno incluso tali prospettive su tasse e incentivi nei loro piani di decarbonizzazione. In effetti, solo il 37% degli intervistati nel sondaggio annuale sui CEO globali di PwC del 2022 ha affermato di aver preso in considerazione le emissioni di gas serra nella propria strategia a lungo termine, nonostante il fatto che 800 delle 2.000 aziende più grandi abbiano assunto impegni net zero. Scholes et al. 2008, sostengono che un'efficace strategia fiscale dovrebbe considerare altri fattori che influenzano il valore dell'azienda perché le transazioni fiscali generano non solo costi fiscali ma anche costi non fiscali. Pertanto, la strategia fiscale di una società non significa necessariamente solo minimizzazione fiscale a breve termine. Eppure, si sono riscontrati segnali positivi: in Brasile, ad esempio, un recente sondaggio di PwC incentrato su ESG (fiscalità, ambiente, sociale e governance) ha rilevato che il 45% delle aziende aveva fissato obiettivi di decarbonizzazione e l'81% considerava rilevanti gli incentivi fiscali come esprime il lavoro di McGuire et al, 2013, che dimostrano che più alte sono le strategie fiscali sostenibili, maggiore è la persistenza dei guadagni. Nella regione nord-orientale

del Brasile, ci sono diversi incentivi IVA per l'energia pulita che stanno iniziando a stimolare gli investimenti nei parchi eolici e a energia solare.

Come affermano Barry Murphy e Niels Muller, 2022, governi, da parte loro, non aspettano che le aziende si mettano al passo. Molti vedono tasse e incentivi come leve chiave per raggiungere gli obiettivi globali di riduzione del carbonio. Oggi, il 30% delle emissioni globali totali di carbonio è soggetto a un sistema di tariffazione del carbonio che mira a limitare le emissioni e un numero crescente di paesi, tra cui Brasile, Indonesia e Turchia, sta prendendo in considerazione l'introduzione di una sorta di meccanismo di tariffazione del carbonio. Inoltre, la ricerca PwC ha dimostrato che un prezzo minimo internazionale del carbonio, se adottato a livello globale, potrebbe ridurre le emissioni del 12%.

Naturalmente, per ottenere un controllo sull'impatto di varie tasse e incentivi verdi è necessario che le aziende abbiano prima una profonda comprensione della loro impronta di carbonio per stabilire una linea di base. Una volta fatto, possono iniziare a cercare modi per sfruttare al meglio il panorama fiscale e degli incentivi.

### Optimize your decarbonization strategy

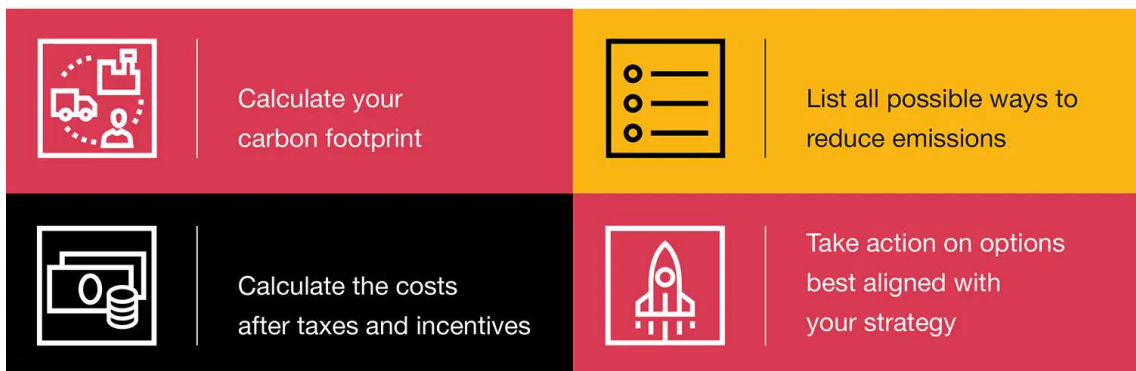


Figura 28 Ottimizzazione strategia ESG Fonte: PwC

Nella figura 28 è stata ipotizzata una sequenza di azioni che possono portare le aziende ad adottare una strategia allineata alle proprie esigenze.

Un esempio calzante, secondo PwC, è una società di tecnologia energetica Fortune 500 che cerca di dimezzare le proprie emissioni di carbonio entro il 2030. Armata di un lungo elenco di attività e investimenti che potrebbero ridurre le emissioni, dalla rivalutazione delle fonti di combustibile all'investimento in misure di efficienza

energetica, la società sta calcolando i numeri su diversi scenari, affrontando la sfida come un'opportunità pensata fuori dagli schemi. Chiedendosi in che misura le opzioni si adattano alla strategia aziendale complessiva (che va oltre la semplice riduzione delle emissioni), l'azienda sta restringendo le proprie scelte. Tra le considerazioni in tal senso: incentivi fino al 50% dei costi delle iniziative di decarbonizzazione. Il passo successivo è che l'azienda renda operativi i piani scelti.

Come suggerisce l'esempio, ottenere tutti i benefici dagli sforzi di decarbonizzazione richiede alle aziende di valutare l'ambiente in cui operano. Si prenda l'esempio di un'azienda agricola in Canada. Inizialmente ignara del sostegno statale disponibile, ha scoperto che i suoi piani per un impianto di trasformazione alimentare erano idonei per gli incentivi. In sole sei settimane, l'azienda ha messo insieme un piano di progetto per una struttura progettata per soddisfare gli standard ambientali e promuovere la crescita economica locale. Il piano soddisfaceva i criteri statali ed era idoneo per incentivi fiscali.

Oppure considera le scelte che deve affrontare un grande data center con strutture in tutta l'Unione europea. L'azienda si è impegnata a zero entro il 2050, con un obiettivo intermedio entro il 2030. Per arrivarci, l'azienda deve capire quali investimenti verdi sono i più efficaci e in quali paesi. Dovrebbe investire in pannelli solari? Nella cattura del carbonio? Dovrebbe trasferire le strutture? Rispondere a queste domande richiede calcoli al lordo e al netto delle tasse che tengano conto del costo del carbonio e degli incentivi per investire in nuove tecnologie o regioni. Senza questi dati, i leader dell'azienda non possono prendere decisioni strategiche informate su mosse che possono comportare milioni di dollari. E anche gli investitori richiedono queste informazioni.

Fare un'attenta ricerca paese per paese può espandere i potenziali benefici degli investimenti di decarbonizzazione. Ad esempio, di recente Pwc ha collaborato con sei organizzazioni multinazionali sui piani per la costruzione di un parco eolico da cento megawatt. La domanda era dove e un confronto dei costi e dei benefici della costruzione dell'impianto in un certo numero di giurisdizioni ha rivelato che la posizione migliore è l'Olanda. In parte, ciò è dovuto agli aggressivi impegni di decarbonizzazione del paese. Ma ciò che ha spinto il paese al vertice è stato il fatto che i suoi incentivi fiscali e le opportunità di investimento non solo avrebbero reso il parco

eolico più accessibile, ma avrebbero anche amplificato il potenziale di decarbonizzazione del progetto. Qualsiasi energia in eccesso creata dal parco eolico verrebbe convertita in idrogeno verde e utilizzata per alimentare un sito industriale, nonché autobus alimentati a idrogeno nella regione.

Barry Murphy e Niels Muller, 2022, affermano che in questo ambiente in rapida evoluzione, vale la pena esaminare tutte le opzioni disponibili per ridurre le emissioni. Le tasse non sono solo un costo da gestire o ridurre. Costituiscono un importante asse dei contributi delle aziende alle società produttive e, in quanto tali, devono essere efficacemente incorporati nella strategia. Con la riduzione delle emissioni in cima alla lista delle priorità per molte aziende e per i loro clienti, capire come raggiungere gli obiettivi ambientali nel modo più conveniente dovrebbe essere fondamentale. I governi, aumentando il numero di incentivi offerti e attraverso una tassazione mirata, stanno cercando modi per contribuire a realizzare questo obiettivo. Anche le aziende dovrebbero esserlo.

## **CAPITOLO III GREENWASHING**

### **3.1 DEFINIZIONE**

Come spiegano Nyilasy G, Gangadharbatla H, Paladino A, 2014, alcune aziende investono in comunicazioni di marketing green per essere percepite come ecologiche e socialmente impegnate. Fanno pubblicità e CSR per ottenere migliori intenzioni di acquisto e atteggiamenti verso il marchio.

Il termine greenwashing è stato utilizzato per la prima volta da Jay Westerveld, un attivista ambientalista, negli anni '80 e implica qualsiasi pratica disonesta utilizzata dalle aziende per presentarsi come più sostenibili dando una falsa impressione o fornendo informazioni fuorvianti sulla sostenibilità di un prodotto/ servizio.

Come spiegano de Freitas Netto, SV, Sobral, MFF, Ribeiro, ARB et al. 2020, diversi dizionari riportano una definizione del fenomeno del greenwashing, il Webster's New Millennium Dictionary of English definisce il greenwashing come "la pratica di promuovere programmi rispettosi dell'ambiente per distogliere l'attenzione dalle attività di un'organizzazione dannose per l'ambiente". Nel 1999 il termine è stato aggiunto al Concise Oxford English Dictionary, che lo definisce come: "Disinformazione diffusa da un'organizzazione per presentare un'immagine pubblica ecologicamente responsabile; un'immagine pubblica di responsabilità ambientale promulgata da/per un'organizzazione, ma percepita come infondata o intenzionalmente fuorviante". Secondo Lyon T. e Montgomery A. 2015, invece, non esiste una definizione rigida di greenwashing a causa della sua natura multiforme.

### **3.2 CLASSIFICAZIONE**

Come spiega Justine Saccarello, 2022 il greenwashing è una questione prioritaria per il settore dei servizi finanziari nella maggior parte delle giurisdizioni. Il rischio di greenwashing - e di conseguenza l'attenzione di autorità di regolamentazione, consumatori e gruppi ambientalisti - è aumentato in modo esponenziale poiché i consumatori/investitori cercano in modo proattivo prodotti/investimenti "sostenibili", "verdi" e "rispettosi del pianeta". Stanno anche sfidando il greenwashing attraverso reclami normativi, azioni legali e altre azioni; ad esempio, l'attenzione critica dei media sperimentata da produttori e finanziatori di plastica monouso. Il settore dell'asset management commercializza in modo proattivo i fondi ESG, tuttavia, tali fondi ESG potrebbero travisare i loro criteri ESG, infatti, autorità di regolamentazione di tutto il mondo stanno reprimendo questi episodi di greenwashing.

Come suggeriscono Riccardo Torelli, Federica Balluchi e Arianna Lazzini, 2019 potrebbero esserci quattro livelli principali di greenwashing, che sono caratterizzati da specifici obiettivi e modalità di comunicazione: il livello aziendale, il livello strategico, il livello oscuro e il livello di prodotto.

- Il greenwashing a livello aziendale riguarda la comunicazione ambientale fuorviante sui dati e sugli aspetti legati all'immagine e alla reputazione dell'azienda stessa. Questo livello incarna una dimensione statica (ovvero il nome e il logo dell'azienda, la visione, l'aderenza agli standard e la certificazione).

Un esempio di greenwashing a livello aziendale è la campagna "Ecomagination" di General Electric che pubblicizzava le pratiche ambientali dell'organizzazione mentre allo stesso tempo faceva pressioni per combattere i nuovi requisiti EPA per l'aria pulita (Delmas M, Burbano V 2011).

- Il greenwashing a livello strategico riguarda una comunicazione ambientale fuorviante su aspetti legati alle strategie future dell'impresa (es. comunicazione pubblica strategica, obiettivi aziendali di medio-lungo termine, piano strategico di miglioramento o implementazione di tecnologie/processi, comunicazione di report, operazioni straordinarie mirate).
- Il greenwashing di livello oscuro riguarda una comunicazione ambientale ingannevole finalizzata ad attività illecite occulte (es. riciclaggio di denaro, collusione criminale e/o mafiosa, corruzione e investimenti con finalità occulte).
- Il greenwashing a livello di prodotto riguarda una comunicazione ambientale ingannevole riguardante alcune caratteristiche specifiche di un prodotto o di una famiglia di prodotti (ad esempio etichetta, pubblicità mirata, packaging e certificazioni di prodotto). Un esempio di greenwashing a livello di prodotto/servizio sono i frigoriferi con certificazione Energy Star errata di LG, un'etichetta ecologica di efficienza energetica, che ha rilevato che 10 modelli di frigoriferi LG non erano efficienti dal punto di vista energetico per essere certificati (Delmas M, Burbano V. 2011).

(Riccardo Torelli, Federica Balluchi, Arianna Lazzini, 2019)

De Freitas Netto, SV, Sobral, MFF, Ribeiro, ARB *et al.* 2020, hanno trovato altre due diverse principali classificazioni del greenwashing: *Claim greenwashing* ed *Executorial greenwashing*.

La maggior parte della ricerca fino ad oggi si è concentrata sul *Claim greenwashing* a livello di prodotto/servizio, che utilizza argomentazioni testuali che si riferiscono esplicitamente o implicitamente ai benefici ecologici di un prodotto o servizio per creare un'affermazione ambientale fuorviante.

Una società di marketing ambientale chiamata TerraChoice 2010, ha creato una classificazione chiamata "i sette peccati del greenwashing", Delmas M, Burbano V, 2011 spiegano che i sette peccati del Gruppo TerraChoice sono tutti greenwashing a livello di prodotto.

La classificazione è stata citata in diversi articoli, come Scanlan S (2017), Markham D, Khare A, Beckman T (2014), Baum L (2012) e Antunes D, Santos A, Hurtado A (2015).

I sette peccati del Gruppo TerraChoice sono:

- Il peccato del compromesso nascosto: un'affermazione che suggerisce che un prodotto è "verde" sulla base di un insieme ristretto di attributi senza attenzione ad altre importanti questioni ambientali. La carta, ad esempio, non è necessariamente preferibile dal punto di vista ambientale solo perché proviene da una foresta raccolta in modo sostenibile. Altre importanti questioni ambientali nel processo di fabbricazione della carta, come le emissioni di gas a effetto serra o l'uso di cloro nello sbiancamento possono essere altrettanto importanti.
- Il peccato di non avere prove: un'affermazione ambientale che non può essere supportata da informazioni di supporto facilmente accessibili o da una certificazione affidabile di terze parti. Esempi comuni sono veline facciali o prodotti di carta igienica che dichiarano varie percentuali di contenuto riciclato post-consumo senza fornire prove. In breve, se un'azienda presenta un'affermazione che include qualche tipo di percentuale o informazioni statistiche che non sono verificate con qualcosa che possa provarlo, come un testo scritto in piccolo o un URL per portare a maggiori informazioni, l'affermazione è considerata come nessuna prova (Baum L, 2012).
- Il peccato di vaghezza: un'affermazione poco definita o troppo ampia, un'affermazione priva di specificità il cui significato reale tende a essere frainteso dal consumatore. "Tutto naturale" è un esempio di questo

peccato. Arsenico, uranio, mercurio e formaldeide sono tutti presenti in natura e velenosi. "Tutto naturale" non è necessariamente "verde".

- Il peccato di adorare false etichette: un prodotto che, attraverso un falso suggerimento o un'immagine simile a una certificazione, induce in errore i consumatori a pensare che sia passato attraverso un legittimo processo di certificazione verde. Un esempio è un tovagliolo di carta la cui confezione ha un'immagine simile a una certificazione che afferma che il prodotto "combatte il riscaldamento globale".
- Il peccato di irrilevanza: un'affermazione ambientale che può essere veritiera ma non è importante o inutile per i consumatori che cercano prodotti ambientalmente preferibili. 'CFC-free' è un esempio comune, poiché è un'affermazione frequente nonostante il fatto che i CFC siano vietati dalla legge.
- Il peccato del minore dei due mali: un'affermazione che può essere vera all'interno della categoria merceologica, ma che rischia di distrarre il consumatore dai maggiori impatti ambientali della categoria nel suo complesso. Le sigarette biologiche potrebbero essere un esempio di questo peccato, così come il veicolo utilitario sportivo a basso consumo di carburante.
- Il peccato di mentire: affermazioni ambientali che sono semplicemente false. Gli esempi più comuni erano prodotti che affermavano falsamente di essere certificati o registrati Energy Star.

Parguel et al. 2015, ha descritto una nuova forma di greenwashing che hanno chiamato 'Executorial Greenwashing'. Questa strategia di greenwashing non utilizza alcun tipo di claim descritto in precedenza, ma suggerisce elementi che evocano la natura come immagini che utilizzano colori (ad esempio, verde, blu) o suoni (ad esempio, mare, uccelli). Sfondi che rappresentano paesaggi naturali (ad es. montagne, foreste, oceani) o immagini di specie animali in via di estinzione (ad es. panda, delfini) o fonti rinnovabili di energia (ad es. vento, cascate) sono esempi di elementi esecutivi che evocano la natura. La ricerca di de Freitas Netto, SV, Sobral, MFF, Ribeiro, ARB *et al.* 2020, ha documentando l'effetto di greenwashing esecutivo basato sulla conoscenza dell'esecuzione pubblicitaria.



Questi elementi che evocano la natura, intenzionalmente o meno, possono indurre false percezioni del verde del marchio. Secondo Hartmann P, Apaolaza-Ibáñez V (2009) e Parguel B, Benoit-Moreau F, Russell C (2015) questi elementi possono “attivare sottilmente inferenze ecologiche attivando riferimenti impliciti alla natura attraverso immagini della natura”.

Parguel B, Benoit-Moreau F, Russell C (2015) hanno condotto una ricerca che ha presentato prove empiriche dell'effetto fuorviante di questi elementi che evocano la natura denominati " Executional Greenwashing" e fattori moderatori che possono ridurre l'impatto. La ricerca consisteva in un sondaggio web che considerava due tipi di consumatori: (a) consumatori non esperti e (b) consumatori esperti.

I risultati empirici hanno mostrato che la presenza di elementi esecutivi pubblicitari che evocano la natura genera solo maggiori percezioni del *greenness* del marchio tra i consumatori non esperti, i consumatori esperti non sono stati influenzati in modo significativo.

### **3.3 RISPOSTA AL GREENWASHING**

Come riporta Justine Saccarello, 2022 la Competition and Markets Authority (CMA) del Regno Unito ha pubblicato una guida generica sugli obiettivi di sostenibilità. Inoltre, il Green Claims Code della CMA mira a proteggere i consumatori da affermazioni ambientali fuorvianti. Fornisce inoltre sei principi chiave che fungono da strumento prezioso per aiutare le aziende a evitare il greenwashing. La CMA potrebbe proporre modifiche legali per rafforzare la sua campagna anti-greenwashing, poiché la CMA si basa sul suo Green Claims Code annunciato in un'indagine sulle affermazioni di sostenibilità aziendale.

Allo stesso modo, la Securities and Exchange Commission (SEC) statunitense si sta concentrando sulle questioni ESG. La sua task force ESG di nuova costituzione darà la priorità alle indagini sulla cattiva condotta climatica ed ESG (greenwashing).

La FCA riconosce che negli ultimi anni il settore dei servizi finanziari ha registrato un notevole aumento degli investimenti ESG e sostenibili, il che ha anche portato a

crescenti preoccupazioni per le aziende che confondono o addirittura fuorviano i consumatori sulla natura di alcuni di questi investimenti.

Non ci sono sanzioni specifiche nel Regno Unito per coloro che sono ritenuti colpevoli di greenwashing, sebbene possano essere applicate sanzioni tradizionali per dichiarazioni fraudolente o rivendicazioni contrattuali. Il rischio reputazionale è un motivo significativo per cui il greenwashing è importante; anche accuse o sospetti di greenwashing potrebbero essere dannosi.

Il previsto aumento dei contenziosi basato su affermazioni di greenwashing è un altro motivo per cui le organizzazioni dovrebbero concentrarsi sull'affrontare questo problema. Gli impegni ESG contenuti in dichiarazioni pubbliche, promesse di decarbonizzazione, rivendicazioni di responsabilità sociale d'impresa (CSR), ecc. dovrebbero tradursi in azioni concrete per evitare la vulnerabilità alle accuse di greenwashing, non solo contro le imprese stesse ma sempre più spesso anche contro "facilitatori" come finanziari, assicuratori, consulenti e agenzie di pubbliche relazioni.

Le motivazioni per prendersi carico del greenwashing non riguardano solo la minimizzazione dei potenziali impatti negativi; ci sono anche incentivi finanziari per i finanziatori. Ad esempio, l'UE sta valutando la possibilità di ridurre i requisiti patrimoniali per la finanza sostenibile. Fortunatamente, l'industria ha promosso linee guida volontarie. La Loan Syndications and Trading Association ha pubblicato i suoi Green Loan Principles e i suoi Sustainability Linked Principles per aiutare prestatori e mutuatari a comprendere la portata della finanza sostenibile o verde.

Come spiega Justine Saccarello, 2022 sebbene il greenwashing non sia facile da evitare, è possibile adottare alcune misure per mitigare il rischio di affermazioni di greenwashing.

- Istruzione: L'implementazione di programmi per migliorare le competenze del consiglio di amministrazione e dei dipendenti sui fondamenti di ESG e sul rischio di greenwashing è un punto di partenza fondamentale.
- Governance ESG: Integrare i criteri ESG nelle procedure e nei controlli di gestione del rischio esistenti. Prendere in considerazione l'introduzione di una politica ESG su misura. La governance ESG può aiutare l'azienda a seguire, e avere prove di, solidi processi per fare dichiarazioni e affermazioni pubbliche accurate su quanto siano "verdi" o sostenibili i loro prodotti e servizi.

- Regolamentazione in evoluzione: I regolamenti probabilmente aiuteranno a evitare il rischio di greenwashing. La Commissione europea (CE) sta cercando di rafforzare la capacità delle autorità nazionali di affrontare il greenwashing in modo coordinato.

Le organizzazioni dovrebbero essere consapevoli di aiutare a garantire che qualsiasi dichiarazione verde o sostenibile sia conforme ai principi del Codice delle rivendicazioni verdi della CMA, nonché a qualsiasi guida rilasciata dall'industria; ad esempio, la guida delle agenzie di standard pubblicitari sulla pubblicità ingannevole. Idealmente, il regime di informativa societaria volontaria – così come anticipato – dovrebbe consentire ai gestori patrimoniali, ai consulenti finanziari e agli investitori di accedere a "informazioni affidabili, comparabili e verificabili" per determinare cosa è sostenibile/verde per valutare l'impronta di carbonio del loro portafoglio. La SEC adotta un approccio diverso al greenwashing applicando le regole esistenti piuttosto che introdurre di nuove. Il tempo dirà quale sia l'approccio più efficace. Sfortunatamente, dal punto di vista ESG, il tempo è un'altra risorsa che si sta rapidamente esaurendo.

### **3.4 GREENWASHING E PERFORMANCE FINANZIARIA**

Come riportano Michael T. Lee, Robyn L. Raschke, 2023, man mano che le aziende ridefiniscono i propri obiettivi e si orientano verso la condotta ESG, le parti interessate sono anche sempre più preoccupate per la crescente incidenza di comunicazioni aziendali che fuorviano intenzionalmente con false affermazioni ESG. Ciò è particolarmente vero quando le aziende non sono in grado di raggiungere il livello desiderato di performance ESG (Torelli, Balluchi e Lazzini, 2020). Queste comunicazioni hanno un effetto negativo sulla fiducia dei consumatori, in particolare nei prodotti verdi dichiarati, e questo può deturpare, erodere e danneggiare la quota di mercato e le prestazioni finanziarie delle aziende (Delmas e Burbano, 2011, Torelli et al., 2020).

Lo studio di Wei Li, Weining Li, Veikko Seppänen, Timo Koivumäki, 2022 contribuisce al dibattito sulla relazione greenwashing-CFP (performance finanziaria delle imprese) fornendo una prospettiva di asimmetria informativa. Alcuni studi sulla gestione ambientale hanno riscontrato conseguenze negative del greenwashing (Berrone et al., 2017 ; Du, 2015 ; Ferrón-Vílchez et al., 2021 ; Walker & Wan, 2012). Tuttavia, questi studi si basano principalmente sulla premessa che il greenwashing è ovvio e facilmente identificabile. Wei Li, Weining Li, Veikko Seppänen, Timo Koivumäki 2020, esaminano l'effetto non ovvio del greenwashing in un contesto relativamente opaco. Sebbene le conseguenze del greenwashing dipendano dalla percezione degli stakeholder sulla comunicazione aziendale, gli studiosi ignorano ampiamente le differenze geografiche della percezione degli stakeholder e presumono che i criteri di valutazione degli stakeholder locali siano omogenei. Tuttavia, la regolamentazione ambientale locale è una base importante per i governi locali e altre parti interessate per valutare il comportamento delle imprese e le normative ambientali nelle diverse regioni non sono sempre ben consolidate e attuate (ad esempio Wei, Shen, et al., 2017).

La valutazione di un'azienda da parte degli stakeholder è anche largamente influenzata dalla copertura mediatica. Alcuni studi hanno esaminato come i resoconti dei media sul greenwashing portino a un calo del valore per gli azionisti (Du, 2015). Spesso però, la conseguenza negativa del greenwashing non è necessariamente causata dalla copertura mediatica diretta del greenwashing. La segnalazione positiva dei media protegge la strategia di greenwashing dall'essere identificata e punita attraverso il meccanismo della reputazione, mentre la segnalazione negativa porta al risultato opposto (Wei Li, Weining Li, Veikko Seppänen, Timo Koivumäki 2020).

Secondo Yue Wu, Kaifu Zhang e Jinhong Xie (2020), le imprese socialmente responsabili sono motivate intrinsecamente a fornire benefici alla società. Anche le imprese che mirano a massimizzare il profitto potrebbero investire nella responsabilità sociale d'impresa (RSI), ma solo se ciò porta a un vantaggio per i consumatori. Quando le informazioni sulla RSI sono poco trasparenti, le imprese orientate al profitto tendono a adottare una strategia di "greenwashing" per imitare le imprese socialmente responsabili, allo scopo di ottenere una ricompensa dai consumatori. Nonostante i consumatori non siano in grado di distinguere tra i due tipi di imprese in

presenza di greenwashing, il motivo egoistico che sta dietro alla CSR può, paradossalmente, portare benefici alla società, poiché incrementa gli investimenti nella RSI per le imprese osservate, a condizione che il livello di trasparenza non sia troppo basso. Quando la trasparenza è sufficientemente elevata, le imprese socialmente responsabili possono effettuare investimenti eccessivi nell'attività osservabile al fine di differenziarsi dalle imprese strettamente orientate al profitto. Tale sovrainvestimento può essere vantaggioso per la società nel complesso.

In conclusione, a supporto di Lyon e Montgomery, 2013, secondo cui qualsiasi impresa di greenwashing subirà probabilmente un attacco immediato da parte di attivisti, influencer e consumatori attraverso i social media e sarà soppressa dalla società in generale, Michael T. Lee, Robyn L. Raschke, 2023, affermano che la performance ESG ha una relazione negativa con il greenwashing. Ciò significa che le aziende con punteggi ESG bassi hanno maggiori probabilità di effettuare il greenwashing rispetto alle aziende con punteggi ESG elevati. Quindi, mentre la consapevolezza ESG e l'attivismo delle parti interessate nella società continuano a crescere, le aziende con punteggi ESG bassi sono sottoposte a crescenti pressioni per dimostrare le prestazioni della loro condotta ESG cosa che come affermano Yue Wu, Kaifu Zhang e Jinhong Xie (2020) porta un vantaggio alla società.

## **CONCLUSIONE**

In conclusione, la finanza sostenibile ha acquisito sempre maggiore importanza nel panorama finanziario mondiale, poiché le preoccupazioni ambientali e sociali si sono intensificate negli ultimi anni. L'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle decisioni di investimento è diventata un obiettivo primario per molti investitori e istituzioni finanziarie.

La finanza sostenibile offre una visione a lungo termine degli investimenti, concentrandosi non solo sui rendimenti finanziari, ma anche sugli impatti ambientali e sociali delle aziende e dei progetti finanziati. Ciò contribuisce a promuovere la

sostenibilità economica, sociale e ambientale, riconoscendo che tali aspetti sono strettamente collegati al successo a lungo termine delle imprese e dell'economia globale.

Tuttavia, l'aumento dell'attenzione sulla finanza sostenibile ha anche portato alla diffusione del greenwashing, una pratica in cui le aziende e le istituzioni finanziarie cercano di presentarsi come più sostenibili di quanto in realtà siano. Questo può creare confusione per gli investitori e minare l'efficacia delle politiche e degli strumenti finanziari sostenibili.

Per contrastare il greenwashing e promuovere la trasparenza e l'integrità nella finanza sostenibile, è fondamentale che siano implementate regolamentazioni rigorose e standard di reporting uniformi. È necessaria una stretta collaborazione tra governi, istituzioni finanziarie e organizzazioni non governative per definire criteri chiari e misurabili per valutare le pratiche sostenibili delle imprese.

Inoltre, gli investitori devono svolgere un ruolo attivo nell'analisi critica delle informazioni finanziarie e nel richiedere un'adeguata rendicontazione ESG. L'educazione finanziaria e la consapevolezza degli investitori sono essenziali per consentire loro di prendere decisioni informate e responsabili.

La finanza sostenibile ha il potenziale per guidare la trasformazione verso un'economia più sostenibile e resiliente. Attraverso l'integrazione di criteri ESG nelle decisioni di investimento e l'adozione di politiche e pratiche finanziarie sostenibili, è possibile promuovere la protezione dell'ambiente, il benessere sociale e la stabilità economica.

Tuttavia, è importante sottolineare che la finanza sostenibile da sola non può risolvere tutti i problemi ambientali e sociali. È necessario un impegno collettivo da parte di governi, imprese, investitori e cittadini per affrontare le sfide globali e lavorare insieme verso un futuro sostenibile per tutti.

In conclusione, la finanza sostenibile rappresenta un'opportunità per combinare il profitto con la responsabilità sociale ed ambientale. Attraverso l'integrazione di criteri ESG nelle decisioni di investimento e la lotta contro il greenwashing, possiamo costruire un sistema finanziario che favorisca la sostenibilità e contribuisca alla creazione di un mondo migliore per le generazioni future.

## Sitografia

- <https://investiresponsabilmente.it/2018/03/23/la-commissione-ue-presenta-suo-piano-dazione-la-finanza-sostenibile/>
- <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/#what>
- <https://www.pwc.com/gx/en/industries/consumer-markets/consumer-insights-survey.html>
- <https://thegiin.org/research/publication/annualsurvey2018/>
- <https://www.ussif.org/sribasics>
- [https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/05/04/bond-obbligazione-esg/?refresh\\_ce=1](https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2022/05/04/bond-obbligazione-esg/?refresh_ce=1)

## Bibliografia

- Ahren Lester, Sustainable Bonds Insight 2021
- Akturan, U. (2018), "How does greenwashing affect green branding equity and purchase intention? An empirical research", Marketing Intelligence & Planning, Vol. 36 No. 7, pp. 809-824.
- Amy Emmert, The rise of the eco-friendly consumer, July 8, 2021
- Ashish Lodh, ESG and the cost of capital, Feb 25, 2020
- Barry Murphy and Niels Muller December , Green taxes and incentives can help businesses achieve ESG goals, 2022
- Beck, Thorsten. 2015. Microfinance: A Critical Literature Survey. IEG working paper, 2015/No.4;. © Washington, DC: Independent Evaluation Group.
- Benedetta De Pieri, Veronica Chiodo, Francesco Gerli. (2023) Based on outcomes? Challenges and (missed) opportunities of measuring social outcomes in outcome-based contracting

- Biancone, P. P., & Radwan, M. (2018). Social Finance And Unconventional Financing Alternatives: An Overview. *European Journal of Islamic Finance*, (10).
- Caroline Flammer, Corporate green bonds, *Journal of Financial Economics*, 2021, vol. 142, issue 2, 499-516
- Clubb, Riley, Yoshi Takahashi, and Pete Tiburzio. "Evaluating the relationship between ESG and corporate fixed income." *Management Sloan School* (2016).
- Cortellini, G.; Panetta, I.C. Green Bond: A Systematic Literature Review for Future Research Agendas. *J. Risk Financial Manag.* 2021
- Corvo, L., & Pastore, L. (2019). The challenge of Social Impact Bond: the state of the art of the Italian context. *European Journal of Islamic Finance*.
- Danny Oosterhoff, Repurposing the benefit test: allocating the costs of ESG investments 21 Mar 2022
- Daugaard, D.; Ding, A. Global Drivers for ESG Performance: The Body of Knowledge. *Sustainability* 2022, 14, 2322.
- De Freitas Netto, S.V., Sobral, M.F.F., Ribeiro, A.R.B. *et al.* Concepts and forms of greenwashing: a systematic review. *Environ Sci Eur* **32**, 19 (2020)
- De Jong, M., Rocco, S. ESG and impact investing. *J Asset Manag* 23, 547–549 (2022).
- Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011). The Drivers of Greenwashing. *California Management Review*, 54(1), 64–87
- Derrien, François and Krueger, Philipp and Landier, Augustin and Yao, Tianhao, ESG News, Future Cash Flows, and Firm Value (October 14, 2022). Swiss Finance Institute Research Paper No. 21-84, HEC Paris Research Paper No FIN-2021-1441
- Disley, Emma, et al. "The payment by results Social Impact Bond pilot at HMP Peterborough: final process evaluation report." *Annual Review of Policy Design* 7.1 (2019)
- Duvendack, M., Palmer-Jones, R., Copestake, J. G., Hooper, L., Loke, Y., & Rao, N. (2011). What is the evidence of the impact of microfinance on the well-



being of poor people? EPPI-Centre, Social Science Research Unit, Institute of Education, University of London.

- Furlow, Nancy E. *The Journal of Applied Business and Economics*; Thunder Bay Vol. 10, Fasc. 6, (Mar 2010)
- Gatti, L., Seele, P. & Rademacher, L. Grey zone in – greenwash out. A review of greenwashing research and implications for the voluntary-mandatory transition of CSR. *Int J Corporate Soc Responsibility* 4, 6 (2019).
- Gerhard Halbritter, Gregor Dorfleitner, The wages of social responsibility — where are they? A critical review of ESG investing, *Review of Financial Economics*, Volume 26, 2015
- Guido Giese, Has ESG Affected Stock Performance? Nov 29, 2017
- Hangl, C. (Accepted/In press). A Literature Review about the Landscape of Social Finance. In A Literature Review about the Landscape of Social Finance
- Höchstädter, A.K., Scheck, B. What’s in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *J Bus Ethics* 132, 449–475 (2015).
- Huang, D.Z.X. (2021), Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: a review and consolidation. *Account Finance*, 61: 335-360
- Ioana-Stefania Popescu, Claudia Hitaj, Enrico Benetto, Measuring the sustainability of investment funds: A critical review of methods and frameworks in sustainable finance, *Journal of Cleaner Production*, Volume 314, 2021
- Jain, M.; Sharma, G.D.; Srivastava, M. Can Sustainable Investment Yield Better Financial Returns: A Comparative Study of ESG Indices and MSCI Indices. *Risks* 2019
- James Chen, *Impact Investing Explained: Definition, Types, and Examples*, Updated July 20, 2022
- Justine Sacarello , *ESG: Addressing greenwashing in financial services*, August 08, 2022
- Khanchel, I.; Lassoued, N. ESG Disclosure and the Cost of Capital: Is There a Ratcheting Effect over Time? *Sustainability* 2022

- Koller, Tim, Robin Nuttall, and Witold Henisz. "Five ways that ESG creates value." *The McKinsey Quarterly* (2019).
- Kumar, S., Sharma, D., Rao, S. et al. Past, present, and future of sustainable finance: insights from big data analytics through machine learning of scholarly research. *Ann Oper Res* (2022).
- Laufer, W.S. Social Accountability and Corporate Greenwashing. *Journal of Business Ethics* 43, 253–261 (2003)
- Laura Callanan Jonathan Law Lenny Mendonca , From potential to action: Bringing social impact bonds to the US, May 1, 2012
- Lee, Linda-Eling, What Does ESG Investing Really Mean? Implications for Investors of Separating Financial Materiality and Social Objectives (September 1, 2021). Wharton Pension Research Council Working Paper No. 2021-18, Published in Hammond, P.B., R. Maurer, and O.S. Mitchell (Eds.) (2023).
- Li, W., Li, W., Seppänen, V., & Koivumäki, T. (2023). Effects of greenwashing on financial performance: Moderation through local environmental regulation and media coverage. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 820– 841
- Maaloul, A., Zéghal, D., Ben Amar, W. et al. The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Disclosure on Cost of Debt: The Mediating Effect of Corporate Reputation. *Corp Reputation Rev* 26
- Mariana Mazzucato, Mission-oriented innovation policies: challenges and opportunities, *Industrial and Corporate Change*, Volume 27, Issue 5, October 2018
- Mark Lee, Emily K. Brock, Ph.D., Doug MacNair, Ph.D, Costs and Benefits of Climate-Related Disclosure Activities by Corporate Issuers and Institutional Investors
- Mark Segal February 1, 2023, Corporate Decarbonization, Supportive Policy to Drive 2023 Rebound in Sustainable Bond Market: Moody's
- Michael T. Lee, Robyn L. Raschke, Stakeholder legitimacy in firm greening and financial performance: What about greenwashing temptations? *Journal of Business Research*, Volume 155, Part B, 2023

- Moody's Investors service Sustainable bonds fare better than broader market, despite third quarter decline, 2 November 2022
- Mustafa K. Yilmaz, Umit Hacioglu, Ekrem Tatoglu, Mine Aksoy, Selman Duran. (2023) Measuring the impact of board gender and cultural diversity on corporate governance and social performance: evidence from emerging markets. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*
- Organisation for Economic Co-operation and Development, Scaling up Green, Social, Sustainability and Sustainability-linked Bond Issuances in Developing Countries, 18 October 2021
- Pankaj C. Patel, John A. Pearce, Pejvak Oghazi, Not so myopic: Investors lowering short-term growth expectations under high industry ESG-sales-related dynamism and predictability, *Journal of Business Research*, Volume 128, 2021.
- Parguel, B., Benoît-Moreau, F. & Larceneux, F. How Sustainability Ratings Might Deter 'Greenwashing': A Closer Look at Ethical Corporate Communication. *J Bus Ethics* 102, 15–28 (2011)
- Reeder, Neil and Colantonio, Andrea (2013) Measuring impact: critical overview of concepts and practice. EIBURS Working Paper (2013/01). LSE Cities, London, UK.
- Sara Bernow, Bryce Klempner, and Clarisse Magnin, From 'why' to 'why not': Sustainable investing as the new normal, October 25, 2017
- Schramade, Willem, Place-Based Impact Investing: The Case of Social Impact Fund Rotterdam (November 19, 2019).
- Seele, P., and Gatti, L. (2017) Greenwashing Revisited: In Search of a Typology and Accusation-Based Definition Incorporating Legitimacy Strategies.
- Stuart L. Gillan, Andrew Koch, Laura T. Starks, Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance, *Journal of Corporate Finance*, Volume 66, 2021.
- Sukhveer Kaur, 7 Globally Recognised ESG Certifications to Build a Socially Responsible Business, jun 13th 2022

- Sundaram, Anant K., ESG Investing (March 31, 2022). Forthcoming in the "Handbook of Business and Climate Change," A. K. Sundaram & R. G. Hansen (Eds.), Edward Elgar Publishing, January 2023.
- Susan LUND, Emerging Market Green Bonds, Yerlan SYZDYKOV, 2021
- Szabo, S., Webster, J. Perceived Greenwashing: The Effects of Green Marketing on Environmental and Product Perceptions. *J Bus Ethics* 171, 719–739 (2021)
- Tarozzi, Alessandro, Jaikishan Desai, and Kristin Johnson. 2015. "The Impacts of Microcredit: Evidence from Ethiopia." *American Economic Journal: Applied Economics*, 7 (1): 54-89.
- The Link Between Job Satisfaction and Firm Value, With Implications for Corporate Social Responsibility, Edmans, Alex, 2012/09/02
- Torelli, R, Balluchi, F, Lazzini, A. Greenwashing and environmental communication: Effects on stakeholders' perceptions. *Bus Strat Env.* 2020
- Uzsoki, David. "Sustainable Investing Today." *Sustainable Investing: Shaping the Future of Finance*, International Institute for Sustainable Development (IISD), 2020, pp. 3–7. JSTOR.
- Yue Wu, Kaifu Zhang, Jinhong Xie (2020) Bad Greenwashing, Good Greenwashing: Corporate Social Responsibility and Information Transparency. *Management Science* 66(7):3095-3112.