

POLITECNICO DI TORINO

Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale



**Politecnico
di Torino**

Tesi di Laurea Magistrale

Gli investimenti ESG: l'analisi dei benefici, degli svantaggi e dell'impatto di alcuni fattori sulle pratiche ESG aziendali

Relatore

Prof.ssa Laura ABRARDI

Candidata

Maira CALDERISI

Dicembre 2023

Indice

Introduzione	4
CAPITOLO I: La finanza sostenibile	4
1.1 Introduzione alla finanza sostenibile	4
1.2 Cenni storici.....	8
1.3 Quadro Legislativo Europeo	10
1.3.1 Regolamento (UE) 2019/2088	11
1.3.2 Regolamento (UE) 2020/852.....	11
1.3.3 Direttiva 2014/95/EU e Direttiva n.2022/2464/EU	12
1.4 Le cause dello sviluppo della finanza sostenibile	14
1.4.1 Nuove sfide per la popolazione	14
1.4.2 Trasformazioni sociali e generazionali	15
1.4.3 Conseguenze della crisi del 2007- 2009.....	15
1.5 Gli investimenti ESG	16
1.5.1 I fattori ESG.....	17
1.5.2 Rating ESG	17
1.5.2.1 MSCI ESG Rating.....	18
1.5.2.2 Refinitiv	25
CAPITOLO II: I benefici dell'integrazione dei criteri ESG	33
2.1 Riduzione del rischio idiosincratco	34
2.2 Aumento della produttività dei dipendenti	36
2.3 Crescita del fatturato.....	36
2.4 Relazione tra performance ESG e performance finanziaria/valore delle imprese.....	37
2.5 Relazione tra pratiche ESG e costo del capitale delle imprese	52
2.5.1 L'impatto della divulgazione ESG sul costo del debito	58
2.5.2 L'effetto moderatore dell'informativa ESG sulla relazione tra performance ESG e costo del debito.....	59
2.5.3 L'effetto moderatore delle caratteristiche del Paese sulla relazione tra pratiche ESG e costo del debito.....	61
2.6 La relazione tra l'integrazione dei fattori ESG e i clienti.....	61
2.6.1 L'impatto della CSR sulla fiducia dei clienti	62
2.6.2 L'impatto della CSR sul coinvolgimento dei clienti.....	64
2.6.3 L'impatto della CSR sull'immagine del marchio	66
CAPITOLO III: Criticità nella valutazione degli investimenti sostenibili.....	67

3.1 Assenza di metriche standardizzate per la misurazione dei fattori ESG	69
3.1.1 Sfide da affrontare per valutazione della CSR	72
3.1.1.1 Mancanza di standardizzazione e mancanza di credibilità delle informazioni	72
3.1.1.2 Pregiudizi e compromessi	73
3.1.1.3 Mancanza di trasparenza e di indipendenza	74
3.1.2 Raccomandazioni utili per migliorare l'affidabilità dei rating CSR	75
3.1.2.1 Raccomandazioni per superare la mancanza di standardizzazione e la mancanza di credibilità delle informazioni sulla CSR oggi	77
3.1.2.2 Raccomandazioni per superare compromessi e pregiudizi	78
3.1.2.3 Raccomandazioni per superare la mancanza di trasparenza e indipendenza	78
3.2 Il Greenwashing	80
3.2.1 Definizione di greenwashing	81
3.2.2 Claim greenwashing	83
3.2.3 Executional greenwashing	87
3.2.4 Conseguenze del greenwashing	87
3.2.5 Superare il problema del Greenwashing	90
CAPITOLO V: I fattori che influiscono sulla sostenibilità aziendale	92
4.1 La presenza delle donne nel Consiglio di amministrazione	93
4.2 La digitalizzazione	96
4.2.1 L'impatto dell'IA e della Blockchain sulla CSR	97
4.2.2 La responsabilità sociale digitale (DSR) nel contesto dei social media	101
Conclusioni	103
Bibliografia	108
Sitografia	126

Introduzione

La letteratura inerente agli investimenti ESG è molto vasta, le opinioni degli esperti del campo, talvolta, sono molto discordanti tra loro. Il fine dell'elaborato di tesi è quello di offrire una panoramica di quelli che sono i benefici dell'integrazione dei fattori ESG nelle attività aziendali, le criticità associate alla valutazione di tali investimenti e infine presentare i fattori che possono migliorare la sostenibilità aziendale. Nello specifico, la prima parte fornisce una definizione di finanza sostenibile, il background normativo, con particolare attenzione alle politiche comunitarie inerenti il tema della sostenibilità e l'analisi degli indici MSCI e Refinitiv. Successivamente sarà offerta una panoramica dei benefici e delle criticità. Riguardo ai benefici, saranno trattati in modo più approfondito i seguenti argomenti: la relazione tra pratiche ESG e la performance finanziaria, la relazione tra pratiche ESG e costo del debito e la relazione tra pratiche ESG e comportamento dei clienti. Riguardo le criticità, saranno trattati i temi del greenwashing e del disaccordo dei rating per la valutazione della CSR; saranno presentate le principali sfide, le conseguenze e delle raccomandazioni concrete per affrontarle. Infine sarà analizzato l'impatto di alcuni fattori sulle pratiche ESG delle imprese, come, ad esempio, la presenza delle donne nel CdA, la digitalizzazione etc.

CAPITOLO I: La finanza sostenibile

1.1 Introduzione alla finanza sostenibile

La finanza sostenibile è l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. L'obiettivo della finanza sostenibile è quello di indirizzare i capitali verso progetti e attività che non solo generino un ritorno economico, ma che creino valore nel lungo periodo all'intera società. Si tratta di un fenomeno molto antico, ma che negli ultimi anni ha subito una forte evoluzione, la quale ha portato ad una trasformazione del modo in cui investitori e mercati valutano l'ambiente economico. L'acronimo SRI in inglese sta per "Sustainable and Responsible Investments", investimenti sostenibili e responsabili. Vi è una notevole confusione di terminologia e difficoltà definitoria del fenomeno, sia perché quest'ultimo può assumere una molteplicità di forme diverse, ma anche perché non esistono mercati specifici e un quadro normativo completo e strutturato. L'EUROSIF (European Sustainable and Responsible Investment Forum), associazione europea nata

nel 2001 con il fine di sostenere lo sviluppo degli investimenti sostenibili e responsabili, per iniziativa di paesi quali Italia, Germania, Francia, Regno Unito e Paesi Bassi con il sostegno della Commissione Europea, nel report pubblicato nel 2016¹ ha provato a dare una definizione di SRI che potesse racchiudere tutte le molteplici forme che il fenomeno può assumere:

L'investimento Sostenibile e Responsabile ("SRI") è un approccio all'investimento orientato al lungo termine, che integra fattori ESG nella ricerca, nell'analisi e nel processo di selezione di titoli in un portafoglio di investimento. Esso combina l'analisi fondamentale e il coinvolgimento con una valutazione dei fattori ESG per meglio catturare rendimenti di lungo periodo per gli investitori, e per giovare alla società influenzando il comportamento delle imprese.

L'EUROSIF identifica all'interno del report "European SRI Study 2018" le sette possibili strategie di investimento sostenibile e responsabile (SRI):

- **Esclusioni:** chi attua tale strategia decide di escludere dagli investimenti tutto ciò che non rispetta determinati valori, ad esempio, si decide di non investire in settori come quello del tabacco, delle armi, della pornografia etc. Tale strategia è la più diffusa.
- **Best-in-class:** la performance sociale, ambientale e di governance di una società viene confrontata con la performance ESG degli operatori dello stesso settore o categoria sulla base di un rating di sostenibilità, quest'ultimo elaborato da agenzie di rating specializzate. Le società considerate investibili sono solamente quelle con un rating superiore a una certa soglia. Secondo uno studio sugli investimenti responsabili e sostenibili in Svizzera di Swiss Sustainable Finance, i due terzi degli investitori che applicano l'approccio *best-in-class* riducono il proprio universo investibile all'incirca del 50%. Analisi empiriche hanno dimostrato che, la limitazione di questi portafogli, porta ad avere un rapporto rischio-rendimento migliore rispetto a portafogli non soggetti a limitazioni, perché i titoli disponibili nei primi sono tra i "best performer" in termini ESG e quindi spesso sono società all'avanguardia nell'innovazione tecnologia e inoltre sono società a meno rischio per quanto riguarda controversie di tipo sociale e ambientale, questo ha un effetto positivo sul valore e sulla reputazione dell'azienda in borsa.

¹ EUROSIF (2016). European SRI Study 2016 (<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/03/Eurosif-SRI-study-2016.pdf>)

- **Investimenti tematici:** è una strategia focalizzata su uno o più temi e sulla base di questi ultimi vengono selezionati titoli ed emittenti. Alcuni esempi: energie rinnovabili, efficienza energetica, salute, gestione delle risorse idriche, economia circolare e riciclo, cambiamento climatico.
- **Convenzioni internazionali:** il processo selettivo è legato al rispetto di standard internazionali definiti in sede OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, ONU (Organizzazione delle Nazioni Unite) o in altre sedi riconosciute universalmente.
- **Integrazione dei fattori ESG:** prevede l'integrazione dei fattori ESG in tutto il processo d'investimento.
- **Engagement:** tale strategia può essere *soft* e *hard*, nel primo caso l'investitore dialoga con gli emittenti su questioni di sostenibilità attraverso incontri periodici, invio di relazioni e teleconferenze, nel secondo, l'investitore oltre al dialogo interviene in assemblea ed esercita il diritto di voto sui punti all'ordine del giorno.
- **Impact Investing:** sviluppatasi nella seconda metà degli anni 2000, è una delle strategie di finanza sostenibile e responsabile cresciute più velocemente negli ultimi anni, a livello mondiale e anche in Italia.

Per l'EUROSIF l'*impact investing* è una strategia per la realizzazione di un investimento SRI, ma molti ricercatori come Geobey e Weber (2013) non condividono tale pensiero poiché distinguono nettamente gli investimenti SRI dall'*impact investing*. I primi effettuando uno screening dell'universo investibile mirano in ogni caso a ottenere un rendimento finanziario in linea con i rendimenti di mercato degli investimenti tradizionali e hanno come obiettivo la minimizzazione dell'impatto negativo. Invece attraverso l'*impact investing* si vuole proattivamente creare un beneficio sociale e/o ambientale. Infatti, di solito tali investimenti sono orientati verso attività e settori che contribuiscono ad affrontare alcune problematiche importanti, soprattutto in alcuni Paesi in via di sviluppo come ad esempio: accesso a servizi finanziari di base, sanità, educazione, alimentazione etc. Una differenza di pensiero vi è anche tra gli *impact investor* i quali credono che, il fenomeno dell'investimento a impatto, abbia poco in comune con gli investimenti SRI, e gli *investitori istituzionali e mainstream* che invece considerano l'*impact investing* come una delle strategie degli investimenti SRI. L'organizzazione internazionale OCSE, l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico, considera anche queste due forme di investimento contigue, ma divise. Nel

presente elaborato di tesi si farà riferimento alla definizione data dall'Eurosif dell'impact investing. Infatti, il fenomeno può essere considerato come una delle forme più pure d'investimento sostenibile e responsabile. La *Figura 1.1* mostra la diffusione delle sette strategie in Europa negli anni 2015 e 2017.

L'Eurosif fornisce una classificazione tra le più diffuse, ma esistono molte altre definizioni delle strategie di investimento sostenibili e responsabili, come ad esempio quelle suggerite da GSIA(Global Sustainable Investment Alliance), PRI Association (Principles for responsible investments Association) e EFAMA (European Fund and Asset Management Association). I contenuti promossi dall'EUROSIF sono condivisi da questi ultimi variando solo in minima parte. Nella *Figura 1.2* sono presentate le diversità di terminologia e di strategia presentate dai tre enti nella loro produzione scientifica.

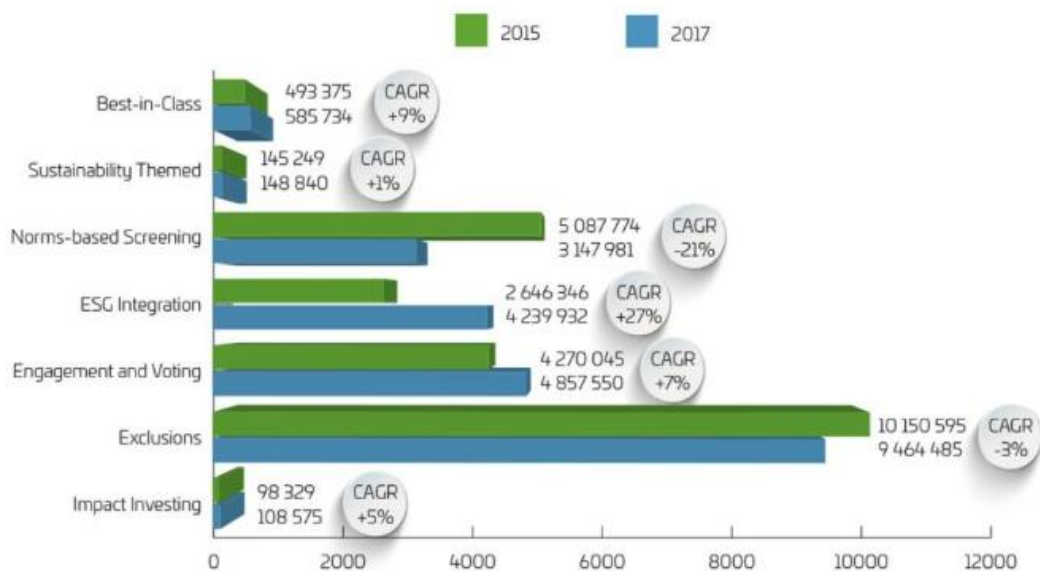


Figura 1.1: Diffusione delle strategie di investimento sostenibile e responsabile Eurosif negli anni 2015 e 2017 (EUROSIF (2018) . European SRI Study 2018. (<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>)

Eurosif	GSIA-equivalent	PRI-equivalent	EFAMA-equivalent
Exclusion of holdings from investment universe	Negative/exclusionary screening	Negative/exclusionary screening	Negative screening or Exclusion
Norms-based screening	Norms-based screening	Norms-based screening	Norms based approach (type of screening)
Best-in-Class investment selection	Positive/best-in-class screening	Positive/best-in-class screening	Best-in-Class policy (type of screening)
Sustainability themed investment	Sustainability-themed investing	Sustainability themed investing	Thematic investment (type of screening)
ESG integration	ESG integration	Integration of ESG issues	-
Engagement and voting on sustainability matters	Corporate engagement and shareholder action	Active ownership and engagement (three types): Active ownership Engagement (Proxy) voting and shareholder resolutions	Engagement (voting)
Impact investing	Impact/community investing	-	-

Figura 1.2: Strategie di investimento sostenibili e responsabili. (EUROSIF (2018). European SRI Study 2018. (<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>))

1.2 Cenni storici

L’espansione degli investimenti ESG ed in generale di ogni forma di investimento sostenibile e responsabile (SRI) è stata raggiunta grazie alle istituzioni che nel corso degli anni si sono poste degli obiettivi specifici delineando direttive comunitarie, leggi nazionali, regolamenti e piani d’azione. Nonostante si discute di sostenibilità a livello internazionale sin dai primi anni ‘70, solamente negli anni ‘90 è iniziata ad emergere la consapevolezza di dover agire per evitare che i cambiamenti climatici potessero produrre effetti irreversibili. Il primo passo fu compiuto per impulso dell’Organizzazione delle Nazioni Unite a Rio De Janeiro. Nel 1992 si tenne la prima conferenza mondiale dei capi di Stato sull’ambiente. Tale incontro, noto anche come summit della Terra, è stato uno dei passaggi fondamentali nel processo di cooperazione ambientale internazionale. Il vertice coinvolgendo 108 capi di Stato, 172 governi e un numero cospicuo di organizzazioni non governative ha portato a risultati rilevanti. Nella Dichiarazione di Rio, sono stati fissati 27 principi cardine per il raggiungimento di uno sviluppo sostenibile nel mondo. Secondo la dichiarazione, l’unico modo per ottenere una crescita economica di lungo periodo è assicurare che quest’ultima sia legata alla tutela dell’ambiente. In tale sede vi fu anche la sottoscrizione dell’Agenda 21 e di due importanti convenzioni. L’Agenda 21 è un documento di obiettivi inerenti temi quali ambiente, società ed

economia formato da 40 capitoli e suddiviso in 4 sezioni. Le convenzioni invece sono una relativa alla diversità biologica la “United Nations Convention on Biological Diversity” ed una che si pone come obiettivo la stabilizzazione delle concentrazioni di gas-serra, la “United Nations Framework Convention on Climate Change” (UNFCCC). La convenzione UNFCCC non poneva alle singole nazioni limiti obbligatori relativi all’emissione di gas serra, ma era un accordo legalmente non vincolante che prevedeva aggiornamenti futuri con l’obiettivo di porre dei limiti alle riduzioni delle emissioni. La prima riunione (COP1) tra i paesi che ratificarono la Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici (UNFCCC) fu nel 1995 a Berlino, ma la prima conferenza importante, la COP3, fu quella tenutasi a Kyoto, in Giappone nel 1997. Fu importante in quanto fu sottoscritto il protocollo di Kyoto, entrato in vigore nel 2005 grazie alla ratifica della Russia; infatti, affinché il protocollo potesse entrare in vigore era necessario che le Nazioni firmatarie rappresentassero non meno del 55% delle emissioni serra globali e che fosse ratificato da non meno di 55 nazioni. Il protocollo, i cui effetti furono estesi fino al 2020, anno in cui sarebbe poi entrato in vigore quanto stabilito nell’Accordo di Parigi, ha introdotto, per la prima volta, limiti alle emissioni di diversi tipi di gas serra giuridicamente vincolanti. Tali limiti furono imposti in modo differenziato in relazione al grado di industrializzazione delle diverse nazioni (principio sette della Dichiarazione di Rio).

Nello stesso anno fu fondato a Boston il “Global Reporting Initiative”, il primo ente nato per supportare aziende e istituzioni di tutto il mondo della rendicontazione delle performance sostenibili. I Global Reporting Initiative Standards (GRI Standards) sono dei parametri, elaborati dal GRI, che permettono di misurare in modo univoco ed in una forma comprensibile anche dai non esperti del settore la sostenibilità di un’organizzazione.

L’Accordo di Parigi fu negoziato nel 2015, a Parigi, in occasione della ventunesima riunione dei Paesi sottoscrittori della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui Cambiamenti Climatici, la COP21. Con l’Accordo di Parigi i governi hanno concordato di dover raggiungere entro il 2050 la neutralità climatica, una condizione che permetterebbe il totale assorbimento da parte di foreste, oceani, tecnologie di catture e sequestro del carbonio dei gas serra emessi. La neutralità climatica, se raggiunta, permetterebbe di contenere l’aumento della temperatura media globale al di sotto della soglia di 2 °C rispetto ai livelli preindustriali. Oltre alla negoziazione dell’Accordo di Parigi nel 2015 vi fu anche la sottoscrizione dell’Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile da parte dei 193 Paesi membri delle Nazioni Unite e approvata dall’Assemblea Generale dell’ONU. L’Agenda 2030 è un programma d’azione globale che comprende 17 obiettivi di sviluppo sostenibile da raggiungere entro il 2030 (*Tabella 1.1*), a loro volta articolati in 169 traguardi specifici. L’Agenda 2030 richiede

l'impegno di tutti i Paesi, senza distinzione tra Paesi sviluppati, emergenti e in via di sviluppo, a rendere il mondo più sostenibile, non solo in relazione all'ambiente, ma anche sul piano economico e sociale. I Paesi sono monitorati dal Comitato Economico e Sociale delle Nazioni Unite e dall'Assemblea Generale attraverso 240 indicatori statistici.

Sustainable Development Goals		
1. Povertà zero	7. Energia pulita e accessibile	13. Agire per il clima
2. Fame zero	8. Lavoro dignitoso e crescita economica	14. La vita sott'acqua
3. Salute e benessere	9. Industria, innovazione e infrastrutture	15. La vita sulla Terra
4. Istruzione di qualità	10. Ridurre le disuguaglianze	16. Pace, giustizia e istituzioni forti
5. Uguaglianza di genere	11. Città e comunità sostenibili	17. Partnership per gli obiettivi
6. Acqua pulita e igiene	12. Consumo e produzione responsabili	

Tabella 1.1: Sustainable Development Goals

(<https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>)

1.3 Quadro Legislativo Europeo

Nel marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato l'Action Plan Financing Sustainable Growth, quest'ultimo delinea misure e strategie da adottare con il fine di costruire un sistema finanziario in grado di favorire lo sviluppo sostenibile sotto l'aspetto ambientale sociale ed economico. Con tale piano si contribuisce ad attuare l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite attraverso l'ideazione di dieci azioni da intraprendere con lo scopo di:

- tener conto dei temi ESG in fase di gestione dei rischi;
- ridurre l'opacità informativa e promuovere gli investimenti di lungo periodo;
- indirizzare gli investimenti finanziari verso un'economia più sostenibile.

Tra le dieci azioni proposte emergono le disposizioni in merito all'istituzione della "tassonomia", ovvero un sistema univoco a livello di Unione Europea in grado di identificare se un'attività economica possa essere definita sostenibile o meno; la definizione di regole per i prodotti finanziari

sostenibili; l'elaborazione di indici in materia di sostenibilità; il potenziamento della comunicazione in materia ESG.

Dal 2019 la Commissione Europea ha adottato il Green Deal Europeo, quest'ultimo è un piano d'azione che definisce una rinnovata strategia che si basa sulle dieci azioni già proposte nell'Action Plan Financing Sustainable Growth del 2018, il principale obiettivo è quindi il raggiungimento della neutralità climatica entro il 2050.

1.3.1 Regolamento (UE) 2019/2088

Con l'ampliamento della domanda degli investimenti ESG è nata la necessità di accrescere e standardizzare le informazioni fornite agli investitori, per il raggiungimento di tale obiettivo è stato introdotto il Regolamento (UE) 2019/2088, conosciuto come "Sustainable Finance Disclosure Regulation", pubblicato il 9 dicembre 2019 sulla Gazzetta Ufficiale. Le norme introdotte sono relative ai prodotti finanziari (prodotti d'investimento assicurativo portafogli di gestione individuale, prodotti pensionistici, fondi comuni d'investimento etc.) aventi un obiettivo o caratteristiche ESG. Nello specifico ogni soggetto finanziario deve comunicare sul sito web e nella documentazione periodica e precontrattuale le seguenti informazioni:

- i rischi di sostenibilità: eventi o situazioni di tipo ambientale, sociale o di governance che potrebbero provocare un notevole impatto negativo sul valore dell'investimento se mai dovessero verificarsi;
- come individua e si impegna a limitare gli impatti negativi delle proprie politiche d'investimento sui fattori ESG.

Laddove tali informazioni dovessero essere mancanti il soggetto finanziario è obbligato a spiegarne il motivo secondo il principio del "comply or explain".

1.3.2 Regolamento (UE) 2020/852

Nel 2020 è stato pubblicato il Regolamento UE 2020/8528 (UE Taxonomy), il fine di tale regolamento è quello di stabilire i parametri secondo i quali un'attività economica possa definirsi ecosostenibile e identificare uno specifico grado di ecosostenibilità. Un'attività economica può essere considerata ecosostenibile se soddisfa le seguenti condizioni:

1. Deve contribuire al raggiungimento di almeno uno dei sei obiettivi ambientali. Gli obiettivi ambientali sono:
 - Adattamento ai cambiamenti climatici (contribuire ad affrontare i cambiamenti climatici che sono già in atto);
 - mitigazione del cambiamento climatico (ridurre l'intensità e il tasso del cambiamento climatico);
 - transizione verso un'economia circolare (ridurre al minimo i rifiuti attraverso la condivisione, riparazione, ricondizionamento, prestito, riutilizzo dei materiali e dei prodotti esistenti);
 - ripristino e tutela degli ecosistemi e biodiversità;
 - controllo e prevenzione dell'inquinamento;
 - Uso sostenibile delle risorse marine e dell'acqua;
2. Non compromettere nessun obiettivo ambientale nel lungo periodo;
3. Essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (garanzie previste dai documenti delle Nazioni Unite oppure dalle linee guida dell'OCSE).

Il regolamento UE Taxonomy inoltre prevede norme integrate in merito alla disclosure e stabilisce la creazione di una piattaforma di Finanza Sostenibile che abbia il fine di informare in merito alle seguenti tematiche: eventuali nuovi obiettivi di sostenibilità, applicabilità dei parametri tecnici di screening riguardo la tassonomia etc. Gli obiettivi che l'UE vuole raggiungere attraverso l'introduzione di tale strumento sono: dare maggiore sicurezza agli investitori, ridurre il greenwashing e ridurre i costi di transazione causati dall'opacità informativa.

1.3.3 Direttiva 2014/95/EU e Direttiva n.2022/2464/EU

La direttiva NFRD (Non Financial Reporting Directive, 2014/95/EU) è una disposizione attraverso la quale si richiede ad imprese o gruppi di grandi dimensioni (fatturato superiore a 40 milioni di euro o totale dell'attivo dello stato patrimoniale superiore a 20 milioni di euro) che costituiscono enti di interesse pubblico aventi un organico medio superiore a 500 dipendenti di effettuare annualmente una rendicontazione non finanziaria circoscritta alle seguenti tematiche:

1. impatto ambientale;
2. problematiche sociali (salari e trattamenti dei dipendenti, equità di genere etc.)

3. Riciclaggio e corruzione;
4. Rispetto dei diritti umani;

L'intento della norma è quello di monitorare la sostenibilità delle organizzazioni in modo tale da incrementare la fiducia degli investitori e in generale degli stakeholder. In particolare, sono richiesti: il modello aziendale di gestione ed organizzazione, gli indicatori di performance rilevanti per il tipo di business, politiche e rispettivi risultati adottate per le tematiche soprarichiamate ed infine le procedure utilizzate per l'individuazione e la gestione dei rischi. La NFRD non obbliga le organizzazioni a conformarsi ad uno specifico *reporting standard*, queste ultime sono libere di conformarsi allo standard di rendicontazione che considerano più adeguato. Inoltre, le informazioni oggetto di disclosure possono essere contenute sia nella relazione sulla gestione ma anche nel bilancio di sostenibilità, nel bilancio integrato etc. Il 16 dicembre 2022 vi fu la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale UE della Direttiva n.2022/2464(Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD), tale direttiva di fatto rappresenta un'evoluzione della precedente, la NFRD. Il cambiamento riguarda sia il numero di aziende coinvolte nella rendicontazione di sostenibilità, l'UE stima un passaggio da 11.700 a 49.000, sia regole più rigide in merito alla redazione dell'informativa sulla sostenibilità. Le imprese che saranno coinvolte sono le seguenti:

1. Grandi imprese non quotate aventi almeno due dei seguenti requisiti:
 - Numero medio di dipendenti pari a 250;
 - Ricavi netti pari ad almeno 40 milioni;
 - Stato patrimoniale pari ad almeno 20 milioni;
2. Medie e piccole imprese quotate (non micro-imprese): sono comprese le imprese di assicurazione dipendenti da un gruppo e istituti di credito di piccole dimensioni non complessi.
3. Imprese figlie di succursali con capogruppo extra-UE per le quali negli ultimi due anni consecutivi la capogruppo abbia avuto in UE ricavi netti superiori a 150 milioni di euro e soddisfi almeno uno dei seguenti requisiti:
 - Nell'anno precedente una succursale abbia avuto ricavi netti superiori a 40 milioni di euro;
 - Un'impresa figlia rispetti i requisiti dimensionali della CSRD.

Le altre principali novità della direttiva CSRD sono le seguenti:

1. Le imprese dovranno rendere digitale l'informazione dei report di sostenibilità, utilizzando il linguaggio XHTML e il linguaggio di marcatura XBRL;
2. I report di sostenibilità dovranno essere sottoposti a revisione da parte di un accreditato revisore legale;
3. Le imprese dovranno includere l'informativa di sostenibilità nella Relazione sulla Gestione, affinché vi sia sempre più integrazione tra informazioni finanziarie e non finanziarie;
4. Le imprese dovranno adottare lo standard di rendicontazione ESRS (European Sustainability Reporting Standard), saranno introdotti degli standard ad hoc per le piccole e medie imprese;
5. Ogni impresa dovrà integrare gli obiettivi ESG all'esterno della strategia aziendale;
6. Le imprese dovranno divulgare informazioni relative alle competenze degli organi di gestione, controllo e amministrazione che si occupano della sostenibilità dell'azienda, e inoltre dovranno essere introdotti sistemi di incentivi legati al raggiungimento dei risultati;
7. Le imprese nella gestione dei rischi dovranno considerare anche quelli relativi ai fattori ESG;
8. Le imprese dovranno fornire informazioni in merito all'impatto che le proprie attività hanno sulla società e sull'ambiente, come i fattori ESG impattano su di esse e delle opportunità relative ai fattori di sostenibilità.

1.4 Le cause dello sviluppo della finanza sostenibile

1.4.1 Nuove sfide per la popolazione

Il susseguirsi di disastri ambientali come alluvioni, l'innalzamento della temperatura, frane, siccità etc. hanno fatto nascere il bisogno di tutela del pianeta causando un ripensamento del funzionamento del sistema finanziario: la finanza deve tener conto anche dell'uso che viene fatto delle risorse in modo tale da garantire 'la capacità di futuro' e cioè di non compromettere la capacità delle risorse stesse di continuare a produrre valore nel tempo. Dagli anni Novanta in poi, gli organi e le agenzie internazionali hanno iniziato a indirizzare i loro sforzi, in modo più concreto rispetto a quanto fatto dagli anni Settanta, nella risoluzione di queste problematiche, in quanto ci si rese conto che trascurare per altri anni tali fenomeni disastrosi avrebbe portato delle conseguenze catastrofiche.

Per quanto la rivoluzione tecnologica abbia portato grandi benefici in quanto ha provocato una trasformazione del modo di vivere quotidiano, grazie all'aumento della qualità e della quantità della

produttività, ha causato anche diversi danni all' ambiente. Infatti, ci si è resi conto che nel lungo periodo non sarebbe stato possibile sostenere un adeguato livello di innovazione senza continuare a distruggere l'ecosistema. Basti pensare al settore della moda con il fenomeno del "fast fashion". L'industria della moda è responsabile di una quota tra il 4% e il 15% delle emissioni globali di CO₂, consuma più del 20% dell'acqua per usi industriali, il 70% dei tessuti è composto da derivati del petrolio di cui solo l'1% è riciclato ed infine è la maggior fonte di microplastiche nei mari (35%).

1.4.2 Trasformazioni sociali e generazionali

Oltre alle esigenze di tutela dell'ambiente che hanno spinto le istituzioni ad agire in termini di sostenibilità, ci sono state profonde trasformazioni a livello sociale e generazionale. I millennials e la generazione Z, rispetto alle generazioni precedenti, mostrano interesse verso le tematiche sociali e/o ambientali infatti sentono maggiormente il bisogno di svolgere lavori che possano avere un impatto positivo sulle comunità in cui vivono. Questo ha portato alla nascita di una nuova tipologia di consumatori, coloro che seguono uno stile di vita basato sulla salute e sulla sostenibilità (LOHAS Lifestyles of Health and Sustainability). Il loro obiettivo è quello di influenzare in modo positivo la società attraverso l'acquisto di prodotti che riflettono specifici valori. Secondo alcuni studi di Accenture vi sarà un trasferimento di capitali verso prodotti sostenibili pari a 30 miliardi di dollari USD (Accenture, 2016) Il mercato LOHAS è in continua espansione dal 2010 con un tasso di crescita del 10% annuo.

Ci sono state anche delle trasformazioni delle imprese. Le società no profit hanno iniziato a adottare un'ottica produttiva tipicamente aziendale; quindi, hanno iniziato a prendere in considerazione l'idea di generare profitto e contestualmente le aziende for profit hanno cominciato a nutrire l'esigenza di creare un impatto ambientale e/o sociale. Si è verificato una sorta di processo d'ibridazione. Questo processo ha permesso di sviluppare una nuova idea di mercato e cioè un mercato che non prevede il protagonismo della società for profit.

1.4.3 Conseguenze della crisi del 2007- 2009

L'esigenza di creare nuove forme d'investimento che hanno come obiettivo quello di soddisfare tutti gli stakeholders e non solo gli azionisti con la generazione di profitto si è rafforzata dopo la crisi finanziaria 2007- 2008. Dopo tale data le istituzioni tradizionali avevano perso la fiducia di clienti e

investitori. Secondo molti accademici il riavvicinamento ai principi morali avrebbe potuto garantire una ripresa economica. Alcuni iniziarono ad interrogarsi sulla capacità del sistema economico di creare un effettivo beneficio per la società (Zingales, 2015; Shiller 2013).

Le esigenze della popolazione dopo la crisi finanziaria del 2007-2009 sono state completamente stravolte. Quest'ultima è partita dagli Stati Uniti, ma poi si è diffusa nella maggior parte dei Paesi sviluppati. A seguito della crisi è nata una nuova categoria di soggetti, i "new poor": giovani disoccupati, anziani con pensioni irrisorie, giovani con contratti precari, famiglie monoreddito. I "new poor" sono categorie di soggetti che hanno l'esigenza di usufruire di servizi in settori come sanità, istruzione, abitazioni a costi agevolati. Tali bisogni però non sono soddisfatti né dal mercato pubblico né dal mercato privato. Tali necessità non possono essere soddisfatte completamente dal settore pubblico dato che, furono imposti dei vincoli alla spesa pubblica ai governi, soprattutto in Europa. Ad esempio con il Fiscal Compact. In un contesto di questo tipo gli investimenti a impatto sociale trovarono terreno fertile per svilupparsi. La crisi, quindi, incentivò in particolar modo la diffusione del fenomeno dell'*impact investing*.

Lo sviluppo della finanza sostenibile quindi si colloca in un generale ripensamento riguardo il modello economico esistente, l'obiettivo è quello di creare un sistema finanziario più sostenibile sia dal punto di vista ambientale, sociale e di governance in modo tale da ricostruire la reputazione delle istituzioni finanziarie ed offrire una risposta a nuove sfide come la crescente polarizzazione dei redditi, il cambiamento climatico e le esigenze delle nuove generazioni.

1.5 Gli investimenti ESG

Investire considerando i fattori ESG (Environmental, Social, Governance) è, come già esposto in precedenza, una delle strategie perseguibili per realizzare un investimento sostenibile e responsabile (SRI). Il termine ESG (Environmental, Social, Governance) si riferisce ai tre fattori principali (ambientale, sociale e governo societario) utilizzati per misurare la sostenibilità di un'azienda. La parola ESG è stata coniata nel 2004 in una pubblicazione intitolata "Who Care Wins-Connecting Financial Markets to a Changing World". Il Segretario Generale delle Nazioni Unite di quegli anni, Kofi Annan, invitò diverse istituzioni finanziarie, a sviluppare delle linee guida su come integrare le problematiche legate ai temi ESG nei servizi di intermediazione dei titoli e nella gestione degli asset. Fare un investimento ESG significa investire in aziende che hanno un rating ESG elevato. In questo modo si punta su società attive nella lotta per i diritti umani, cambiamento climatico, sviluppo sostenibile etc.

La reputazione e il marchio sono due aspetti che hanno sempre più rilevanza per un'azienda ed avere un rating ESG alto può avere un forte impatto su questi ultimi. In fase di investimento considerare i criteri ESG non è solo una scelta morale, ma una scelta strategica in quanto potrebbe tutelare la redditività futura e potrebbe conferire un vantaggio competitivo nella gestione del rischio nel lungo periodo. Si può prendere a titolo di esempio una società petrolifera che continua nella ricerca di giacimenti di petrolio e gas invece di convertirsi a fonti rinnovabili, tali investimenti potrebbero essere vanificati se dovessero entrare in vigore nuove normative che non permettono più l'utilizzo di tali beni o di determinate infrastrutture.

1.5.1 I fattori ESG

Il fattore *Environmental* valuta l'impatto sull'ambiente e sul clima. La valutazione dell'impatto ambientale rispetto agli altri fattori è quello più facilmente misurabile e per il quale esistono sistemi di valutazione più precisi. Infatti, è possibile stimare l'ammontare di gas serra emesso nell'atmosfera da parte di un servizio, un'organizzazione etc., l'impronta idrica, l'inquinamento dell'aria e dell'acqua, la gestione dei rifiuti, la tutela della biodiversità ed il contributo alla deforestazione.

Il fattore *Social* valuta la responsabilità dei confronti delle persone e della comunità. Fa riferimento quindi alla valorizzazione dell'inclusione e della diversità, al rispetto dei diritti umani, al rispetto delle normative in temi quali la sicurezza e salute, all'adesione alle Convenzioni internazionali sul lavoro forzato e minorile, alla relazione con i dipendenti, alle pratiche di assunzione etc.

Il fattore *Governance* riguarda le modalità di remunerazione dei manager e dei dirigenti, l'attenzione alle politiche di diversità nella composizione degli organi di amministrazione, la presenza di consiglieri indipendenti, la trasparenza fiscale e le pratiche anticoncorrenziali.

1.5.2 Rating ESG

Un rating ESG è una certificazione che attesta il livello di sostenibilità di un'organizzazione ed è rilasciato da società specializzate nell'assegnazione di rating, tipicamente si occupano di rilasciare anche rating di tipo finanziario. Tali società raccolgono dati su temi ESG da diverse fonti come informazioni pubbliche, documenti aziendali, associazioni di categoria, sindacati, incontri con il

management, visite in azienda e questionari. A causa della mancanza di standard condivisi a livello internazionale per la valutazione della sostenibilità ogni società di rating utilizza misure, parametri e nozioni differenti. Tale mancanza può portare a risultati che possono differire tra loro. Alcune metriche di valutazione dei fattori ESG essendo qualitative sono influenzate in gran misura da chi le elabora e questo non fa che aggravare la problematica descritta poc'anzi. Le società più importanti che in questo momento ci sono sul mercato sono: VIGEO – EIRIS, MSCI, Refinitiv, ISS - Oekom e Sustainalytics; A titolo esemplificativo, si è scelto di approfondire solamente la metodologia utilizzata da MSCI e Refinitiv.

1.5.2.1 MSCI ESG Rating

La *Morgan Stanley Capital International* (MSCI) è un fornitore leader di servizi e strumenti di supporto alle decisioni per la comunità d'investimento. L'MSCI ESG Rating risulta essere uno degli indici più utilizzati sia perché è una delle certificazioni più meticolose, infatti, si basa su circa 300 metriche poi clusterizzate in fattori chiave, ma anche perché l'indice è costantemente aggiornato a seguito di eventi quali fusioni, acquisizioni, controversie, annunci societari etc. L'aggiornamento avviene tendenzialmente con cadenza settimanale.

Il metodo utilizzato da MSCI per il calcolo del rating ESG si basa sull'analisi dei rischi, cioè delle esternalità negative prodotte dalle imprese di un determinato settore che diventeranno un costo nel lungo periodo, e delle opportunità che potranno essere capitalizzate in futuro. Inoltre, tale metodo non fornisce una valutazione assoluta in merito ai temi ESG, ma commisurata al settore.

Determinazione dei fattori chiave

Per ogni settore sono identificati dei fattori chiave che possono poi essere declinati o in rischi o in opportunità a seconda del caso. Ogni fattore chiave è relativo ad uno specifico tema che a sua volta fa riferimento ad uno dei tre macro-argomenti ESG quindi *Environmental*, *Social* e *Governance* (Figura 1.3.) La *scarsità idrica* potrebbe essere un esempio di fattore chiave, in questo caso rappresenta un rischio e non un'opportunità. Quest'ultimo è relativo al tema *Risorse Naturali* del macro-argomento *Environmental*. Le imprese appartenenti allo stesso settore sono solitamente caratterizzate dai medesimi rischi ed opportunità. Per identificare i fattori chiave specifici di ogni settore sono effettuate due analisi aventi un diverso livello di approfondimento. In un primo momento si analizzano quelle che sono le tendenze su scala globale, come il cambiamento climatico, scarsità di risorse etc., in un secondo momento si analizza la natura specifica del settore in analisi.

Di tutti i rischi e le opportunità individuati in fase di analisi si prendono in considerazione solamente quelli definiti *materiali* e cioè quei rischi e quelle opportunità che con elevata probabilità possano trasformarsi in un costo notevole o un profitto importante.

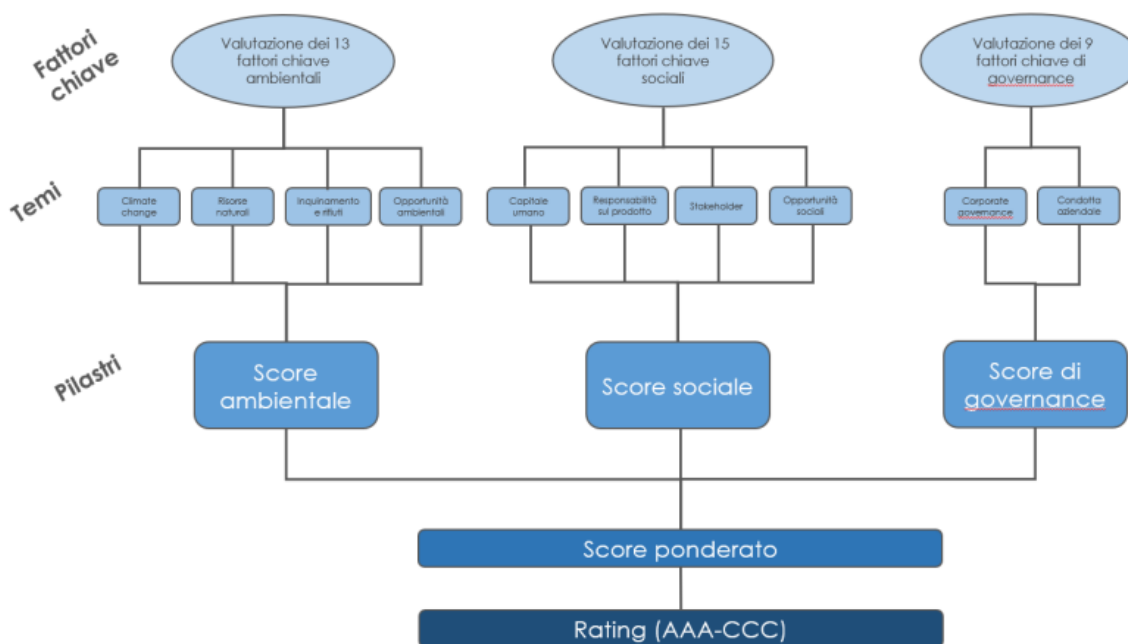


Figura 1.3: Livelli di analisi (Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni https://www.equita.eu/static/upload/02_02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf)

Attribuzione dei pesi ai fattori chiave

Dopo aver individuato i fattori chiave specifici di ogni settore si procede all'attribuzione dei pesi. Per la determinazione del peso si associa uno dei tre livelli d'intensità a ogni fattore chiave (Figura 1.4). Il livello d'intensità dipende sia dal tempo che ci si aspetta debba trascorrere affinché il rischio o l'opportunità si materializzino sia dall'impatto socio ambientale che quel fattore chiave genera. Il peso tendenzialmente è compreso tra il 5% e il 30%. I fattori di ponderazione sono riformulati ad hoc nel caso in cui si ritenga opportuno farlo a causa della specificità di un'impresa.

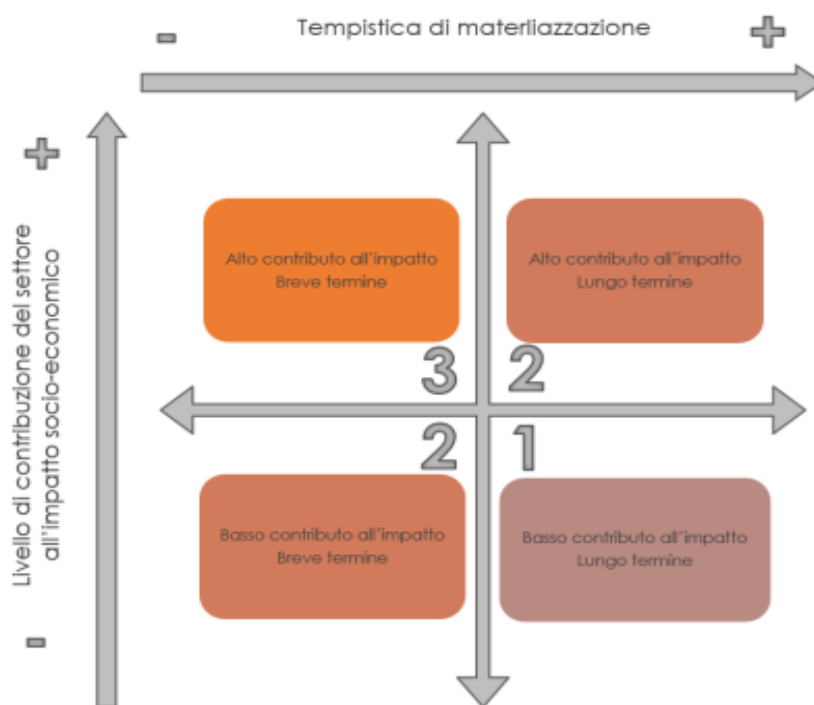


Figura 1.4: Livelli d'intensità (Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni https://www.equita.eu/static/upload/02_02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf)

Valutazione dei rischi

Nella valutazione di un rischio si tiene conto sia del grado di esposizione dell'impresa al rischio esaminato sia della modalità di gestione del rischio stesso. Affinché un'azienda possa avere un buon punteggio su un determinato fattore chiave, deve mettere in atto una strategia di gestione commisurata al grado di esposizione al rischio. Ad esempio, se due aziende gestiscono un certo fattore ESG allo stesso modo e con il medesimo grado di intensità, l'azienda maggiormente esposta otterrà un punteggio minore rispetto a quella esposta in modo minore. Il punteggio finale di un certo fattore chiave è dato dalla combinazione del punteggio sull'esposizione e del punteggio sulla gestione. Sia il punteggio finale che questi ultimi possono assumere valori compresi tra uno e dieci. *Figura 1.5 e Figura 1.6.* Per la valutazione dell'esposizione sono presi in considerazione diversi aspetti come: dipendenza da concessioni governative, posizione degli impianti, esternalizzazione di

alcune linee di business e segmenti di business principali. Per la valutazione della gestione del rischio invece si considera l'efficacia e il valore delle strategie adottate dall'azienda.

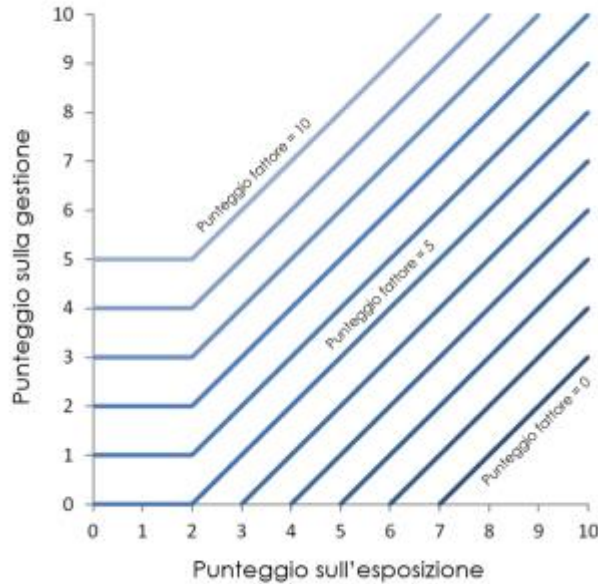


Figura 1.5: Determinazione del punteggio del fattore di rischio(grafico)(Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI.Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni https://www.equita.eu/static/upload/02_02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf)

		Esposizione										
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Gestione	0	5	5	5	4	3	2	1	0	0	0	0
	1	6	6	6	5	4	3	2	1	0	0	0
	2	7	7	7	6	5	4	3	2	1	0	0
	3	8	8	8	7	6	5	4	3	2	1	0
	4	9	9	9	8	7	6	5	4	3	2	1
	5	10	10	10	9	8	7	6	5	4	3	2
	6	10	10	10	10	9	8	7	6	5	4	3
	7	10	10	10	10	10	9	8	7	6	5	4
	8	10	10	10	10	10	10	9	8	7	6	5
	9	10	10	10	10	10	10	10	9	8	7	6
	10	10	10	10	10	10	10	10	10	9	8	7

Figura 1.6: Determinazione del punteggio del fattore di rischio(tabella)(Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI.Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni https://www.equita.eu/static/upload/02_02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf)

Valutazione delle opportunità

La valutazione delle opportunità è analoga alla valutazione dei rischi. L'esposizione alle opportunità è da intendersi come la rilevanza dell'opportunità per l'impresa in esame in relazione alla sua posizione geografica ed al business corrente. La gestione è intesa come la capacità di sfruttare in modo proficuo l'opportunità. Rispetto alla valutazione del rischio varia anche il modo di combinare i punteggi di esposizione e gestione per il calcolo del punteggio finale del fattore chiave oltre che le diverse interpretazioni poc'anzi sottolineate. *Figura 1.7 e Figura 1.8.*

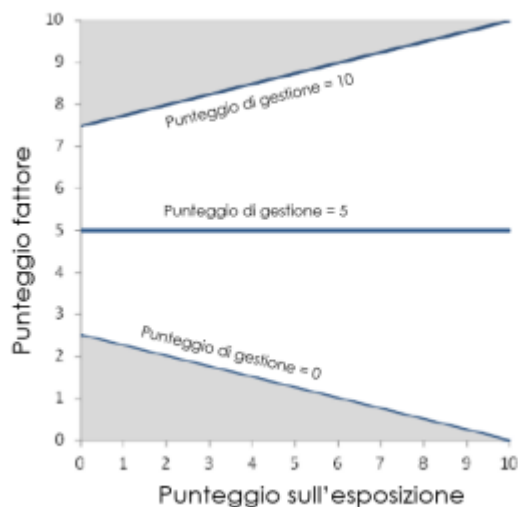


Figura 1.7: Determinazione del punteggio del fattore opportunità(grafico)(Figura 1.6: Determinazione del punteggio del fattore di rischio(tabella)(Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI.Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf)

		Esposizione										
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Gestione	0	2,5	2,25	2	1,75	1,5	1,25	1	0,75	0,5	0,25	0
	1											
	2											
	3											
	4											
	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
	6											
	7											
	8											
	9											
	10	7,5	7,75	8	8,25	8,5	8,75	9	9,25	9,5	9,75	10

Figura 1.8: Determinazione del punteggio del fattore opportunità(tabella)(Figura 1.6: Determinazione del punteggio del fattore di rischio(tabella)(Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI.Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf))

Controversie

Una controversia è un evento che può essere singolo o ripetuto nel tempo come ad esempio, multe riguardo la gestione della sicurezza sul luogo di lavoro, accuse di comportamenti anti-competitivi etc., la quale compromette l'opinione dei consumatori e degli stakeholders, in generale nei confronti del prodotto o servizio offerto e/o nei confronti delle pratiche di sostenibilità attuate dall'azienda. In caso di controversia il modello di rating MSCI prevede un'analisi con il fine di capire se tale controversia sia il campanellino d'allarme di problemi strutturali nella capacità di gestione dei rischi dell'azienda. In questo caso la controversia è un chiaro segnale di rischio *materiale* e quindi la decurtazione dal punteggio del fattore chiave a cui fa riferimento la controversia sarà superiore rispetto al caso in cui tale controversia non sia associata ad un rischio futuro. L'analisi si basa su due aspetti e cioè la natura e la scala dell'impatto socio-ambientale che l'evento esaminato rappresenta. *Figura 1.9.*

		Natura dell'impatto			
		Molto significativa	Significativa	Media	Minima
Scala di diffusione dell'impatto	Molto diffuso	Molto grave	Molto grave	Grave	Moderato
	Diffuso	Molto grave	Grave	Moderato	Moderato
	Contenuto	Grave	Moderato	Trascurabile	Trascurabile
	Limitato	Moderato	Moderato	Trascurabile	Trascurabile

Figura 1.9: Valutazione delle controversie(Figura 1.6: Determinazione del punteggio del fattore di rischio(tabella)(Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI.Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf))

Corporate Governance

Il macro-argomento ESG della *Governance* è caratterizzato da due temi: *Corporate Governance* e *Condotta Aziendale*. Il punteggio associato al tema *Corporate Governance* è una valutazione dell'amministrazione aziendale. Assume valori da uno a dieci e in un primo momento si attribuisce il punteggio massimo pari a dieci, progressivamente tale punteggio viene decurtato sulla base dei punteggi assegnati alle metriche relative al CdA, retribuzioni, proprietà dell'impresa, contabilità e amministrazione. Il calcolo del punteggio del tema *Condotta Aziendale* è dato dalla somma dei punteggi relativi alle metriche di tale tema. Per i macro-argomenti *Environmental* e *Social* in base al settore e alla specifica impresa possono essere considerati oppure no determinati fattori e i pesi variano in base al contesto, per quanto riguarda la *Governance* indipendentemente dal settore i pesi associati ai fattori sono gli stessi per tutte le imprese e tutti i settori.

Rating finale

Dopo aver calcolato lo score per ogni macro-argomento *Environmental*, *Social*, *Governance* si calcola uno score complessivo chiamato score ponderato che tiene conto di tutti e tre i temi ESG. Tale score ponderato è normalizzato in modo specifico per ogni settore tenendo conto della media degli score realizzati negli ultimi tre anni dalle imprese appartenenti al settore in esame. Infine, l'impresa rientrerà in uno degli intervalli della scala dei punteggi normalizzati per settore. Ad ogni intervallo della scala è associato un rating in lettere sulla base della transcodifica in *Figura 1.10*.

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

Tabella 1.10: Tabella di conversione da punteggio 1-10 a rating in lettere (Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf))

1.5.2.2 Refinitiv

Refinitiv è una società di servizi finanziari del gruppo LSEG (London Stock Exchange Group), il rating ESG che fornisce è uno dei più diffusi con 12500 società valutate sia del settore pubblico che privato ed è anche tra i più complessi per quel che riguarda la metodologia di calcolo.

I dati subiscono le modifiche più importanti annualmente, in concomitanza con la pubblicazione delle rendicontazioni ESG. Aggiornamenti più frequenti sono fatti solo in casi particolari come, ad esempio, cambiamenti della struttura aziendale oppure cambiamenti rilevanti nel tipo di standard di rendicontazione ESG.

Il calcolo dell'indice prevede due fasi: nella prima fase si valuta la performance ESG dell'azienda in analisi (*score ESG*) analizzando la rendicontazione ESG disponibile, in una seconda fase si calcola lo *score ESG integrato* dopo aver valutato le eventuali controversie che hanno coinvolto l'impresa in esame.

L'analisi ESG di Refinitiv è strutturata secondo i tre pilastri del tema ESG: *Environmental*, *Social e Governance*, per ogni pilastro sono individuate delle categorie per un totale di dieci categorie e ad ogni categoria sono associate delle metriche. Le metriche analizzate ogni anno sono all'incirca 630, ma quelle che poi effettivamente rientrano nel computo del ranking ne sono 186. Il fine di questa scelta è quello di garantire che le metriche utilizzate siano specifiche ed attinenti ma allo stesso tempo generiche in modo tale da poter essere applicate ad ogni azienda analizzata.

Nello specifico 56 metriche sono relative al pilastro *Governance*, 68 al pilastro *Environmental*, 62 al pilastro *Social*. *Figura 1.11*.

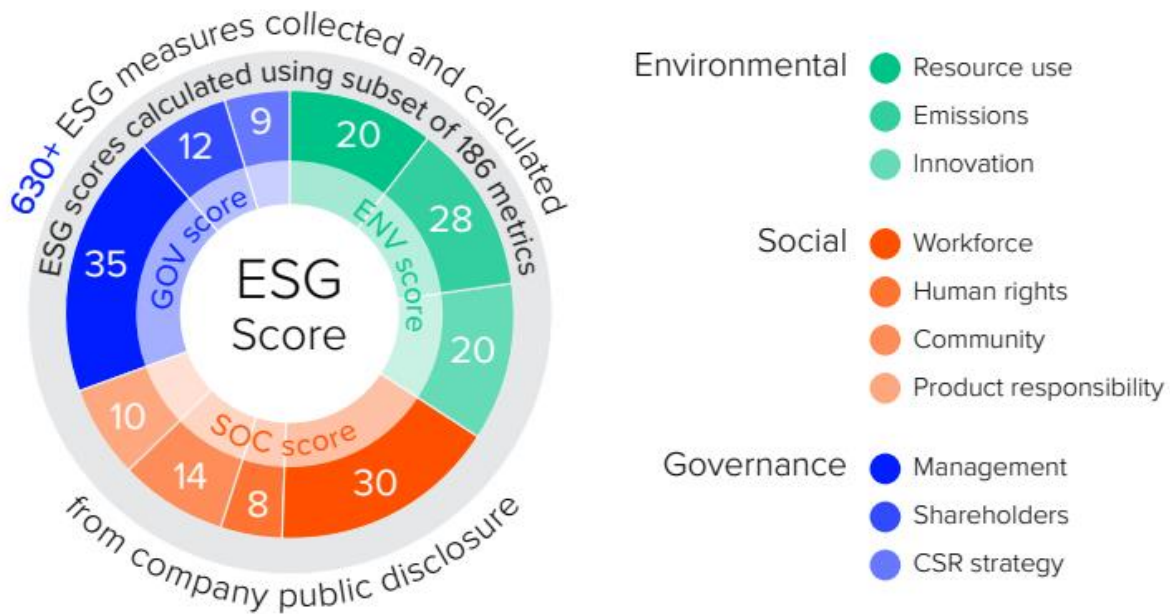


Figura 1.11: Pilastri, categorie e metriche (Refinitiv (2022). Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv pag.6)

Le metriche

Le metriche possono essere sia di tipo qualitativo come ad esempio “l’azienda è coinvolta in controversie circa l’ambiente?” oppure di tipo quantitativo come, ad esempio, il quantitativo di gas serra emesso. Le metriche qualitative sono interrogativi booleani, ossia la risposta può essere sì oppure no, per tale ragione vi è una specifica transcodifica che trasforma i valori booleani in valori numerici. La risposta affermativa ad una metrica qualitativa in un caso può dare un contributo positivo al punteggio ESG score in altri casi potrebbe dare un contributo negativo. Ad esempio, una risposta affermativa alla metrica “l’azienda dispone di una politica di riduzione delle emissioni?” fa aumentare il punteggio mentre una risposta affermativa alla metrica qualitativa poc’anzi descritta “l’azienda è coinvolta in controversie circa l’ambiente?” fa diminuire il punteggio. Ogni metrica, quindi, è caratterizzata da una specifica polarità. La stessa logica è applicata alle metriche quantitative, ad esempio, un alto valore della metrica relativa alla quantità di gas serra emesso comporta una diminuzione del punteggio, situazione opposta si verifica invece nel caso in cui la metrica in questione fosse quella relativa al riutilizzo dell’acqua. La *Figura 1.12* mostra la transcodifica delle metriche qualitative.

Valori predefiniti		
Positivo	Si = 1	No/Null = 0
Negativo	Si/Null = 0	No = 1

Figura 1.12: Transcodifica delle metriche qualitative (Refinitiv (2022). *Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv pag.9*)

Se l'azienda non fornisce indicazioni riguardo una metrica, se si tratta di una metrica qualitativa indipendentemente dalla polarità sarà assegnato il valore di default zero, se si tratta di una metrica quantitativa non si considera, il valore è assegnato solo se l'azienda fornisce informazioni a riguardo.

Attribuzione dei punteggi

Dopo l'attribuzione di un valore alle singole metriche è applicata a queste ultime una formula specifica che è basata sul percentile. Per calcolare i punteggi delle categorie ambientali e sociali e delle metriche relative, nonché il punteggio delle controversie, si utilizza come benchmark il settore industriale secondo la classificazione TRBC (Thomson Refinitiv Business Classification). Per le categorie di governance invece si fa riferimento al Paese. Si considerano per il calcolo: il numero di aziende peggiori dell'azienda in questione, il numero di aziende con stesso punteggio e il numero di aziende valutate in totale in relazione alla metrica in analisi e alla classe di benchmark. *Figura 1.13.*

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

Figura 1.13: Formula per l'attribuzione dei punteggi.)(Altis, Equità. *Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni* https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf)

Nella *Tabella 1.2. e 1.3* è mostrato un esempio del calcolo del punteggio percentile di una metrica quantitativa. A titolo esemplificativo sono state considerate solamente due delle aziende che appartengono alla classe di benchmark in analisi.

Tabella 1.2: Esempio di calcolo del punteggio percentile di una metrica(dati) (Refinitiv (2022). Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv pag.16)

Descrizione	JKL	ABC
N. di aziende con valore peggiore	10	9
N. di aziende con uguale valore	1	1
N. di aziende con valore per la metrica in analisi	11	11

Tabella 1.3: Esempio di calcolo del punteggio percentile di una metrica(risultato) (Refinitiv (2022). Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv pag.16)

Nome della società	Metrica quantitativa	Valore della metrica	Applicazione formula	Punteggio percentile della metrica
JKL	TR. AnalyticCo2	0.000005	$(10+(1/2)) / 11$	0.954545
ABC	TR. AnalyticCo2	0.00023	$(9+(1/2)) / 11$	0.863636

Le categorie

Le categorie sono dieci di cui tre relative al pilastro *Environmental*, quattro relative al pilastro *Social* ed infine tre relative al pilastro *Governance*.

Nella *Figura 1.14* sono presentate le definizioni di tutte le categorie.

Categoria	Definizione
Utilizzo delle risorse	Riflette performance e capacità dell'azienda nel ridurre l'utilizzo di materie prime, energia e acqua o di trovare soluzioni ecologicamente efficienti per i suoi processi produttivi.
Emissioni	Riflette le misure messe in pratica dall'azienda e, in generale, il suo impegno per la riduzione effettiva delle emissioni.
Innovazione	Riflette le capacità dell'azienda di ridurre i costi ambientali associati al suo business, creando nuove opportunità di mercato, grazie a nuovi processi e tecnologie o prodotti eco-friendly
Dipendenti	Misura l'efficacia dell'azienda nei confronti della soddisfazione e della salute dei suoi dipendenti, la capacità di creare un ambiente di lavoro sano e composito, con uguali opportunità per tutto il personale.
Diritti umani	Misura l'efficacia dell'azienda nel rispetto delle convenzioni internazionali sui diritti umani.
Comunità locali	Misura l'impegno dell'azienda nel porsi come un buon esempio di cittadinanza, proteggendo la salute pubblica e rispettando l'etica del business.
Responsabilità sul prodotto	Misura la capacità dell'azienda di produrre prodotti e servizi di qualità e di integrare, nei suoi processi produttivi, attenzione per salute e sicurezza dei clienti, integrità e privacy sui dati.
Gestione aziendale	Misura l'impegno e l'efficacia dell'azienda nel seguire i principi di <i>best practice</i> in materia di corporate governance aziendale.
Azionisti	Riflette quanto l'azienda è in grado di garantire a tutti i suoi azionisti un ugual trattamento e le misure di antitakeover
Strategia CSR	Misura quanto l'integrazione dei fattori socio-ambientali con quelli economici sia sviluppata e comunicata all'interno dei processi decisionali e dell'attività quotidiana dell'azienda.

Figura 1.14: Categorie con relativa descrizione

(Altis, Equità.

Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni pag. 15)

Il punteggio di ogni categoria è dato dalla media aritmetica delle metriche che la costituiscono. Sono esclusi dal calcolo quegli indicatori quantitativi ai quali l'azienda non ha fornito risposte, fa eccezione la metrica relativa alle emissioni di gas serra per la quale esiste un metodo di calcolo convenzionale riconosciuto universalmente.

Nella *Figura 1.15* vi è un esempio del calcolo del punteggio della categoria "Emissioni" della società ABC considerando come benchmark ventidue aziende del settore idrico e servizi correlati (anno 2017). La colonna nominata "Codice Eikon" è la colonna relativa alle metriche della categoria "Emissioni".

Nome della società	Codice Eikon	Codici DFO	Valori	Punteggi percentili
ABC	TR.AnalyticCO2	ENERO03V	0.000166844	0.833333333
ABC	TR.PolicyEmissioni	ENERDP0051	1	0.7
ABC	TR.ObiettiviEmissioni	ENERDP0161	1	0.9
ABC	TR.Riduzione dell'impatto sulla biodiversità	ENERDP019	1	0.766666667
ABC	TR.Iniziative per la riduzione dei rifiuti	ENERDP062	1	0.933333333
ABC	TR.EnvPartnerships	ENERDP070	1	0.766666667
ABC	TR.Iniziative di ripristino ambientale	ENERDP076	1	0.8
ABC	TR.ClimateChangeRisksOpp	ENERDP089	1	0.733333333
ABC	TR.PolicyEfficienza idrica	ENRRDP0121	0	0
ABC	TR.PolicyEfficienza energetica	ENRRDP0122	0	0
ABC	TR.ObiettiviEfficienza Idrica	ENRRDP0191	0	0
ABC	TR.NOxRiduzione delle emissioni di ossido di azoto	ENERDP033	0	0
ABC	TR.eWasteReduction	ENERDP063	0	0
Somma di tutti i punteggi percentili				6.433333



Figura 1.15: Calcolo del punteggio della categoria "Emissioni" (Refinitiv (2022). Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv pag.17)

Anche al punteggio calcolato per ogni categoria è necessario applicare la formula dell'ordinamento percentile Figura 1.13.

Ad ogni categoria è attribuito un peso. Il peso della medesima categoria in settori diversi può essere differente. Questo vale solamente per le categorie di tipo ambientale e sociale. Per le categorie della governance i pesi sono gli stessi per tutti i settori. Figura 1.16.

Pilastro	Categoria	# Indicatori	Peso	Peso Pilastro
Ambiente	Utilizzo delle risorse	19	11%	34%
	Emissioni	22	12%	
	Innovazione	20	11%	
Società	Dipendenti	29	16%	35%
	Diritti umani	8	4%	
	Comunità locali	14	8%	
Governance	Responsabilità sul prodotto	12	7%	30%
	Gestione aziendale	34	19%	
	Azionisti	12	7%	
	Strategia CSR	8	4%	
TOT		178	100%	100%

Figura 1.16: Esempio pesi delle categorie (Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni pag. 16)

Il calcolo dello score ESG finale è fatto considerando tutti i pesi e tutti i punteggi delle categorie relative a tutti i pilastri ESG.

Controversie

Dopo il calcolo dell'ESG score si procede al calcolo dello score delle controversie.

Le controversie prese in considerazione dagli analisti di Refinitiv sono solo quelle relative all'ultimo anno fiscale per evitare problemi di double counting. Le metriche considerate per il calcolo sono ventitré. *Figura 1.17.*

Le metriche sono tutte di tipo quantitativo, fa eccezione la metrica "Management Departures". La polarità delle metriche in questo caso è sempre negativa; quindi, un punteggio alto è sinonimo di una situazione peggiore dell'impresa.

Pilastro	Categoria	Nome	Tipo di metrica
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie a danni dei consumatori	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie salute e sicurezza clienti	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie sulla privacy	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie sull'accesso al prodotto	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie sul marketing	Numero di controversie pubblicate
Società	Responsabilità sul prodotto	Controversie in ambito R&D	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie per atteggiamento anti-competitivo	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie in ambito di etica del business	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie in merito alla proprietà intellettuale	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie legate a paesi critici	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie sulla salute pubblica	Numero di controversie pubblicate
Società	Comunità locali	Controversie su frodi fiscali	Numero di controversie pubblicate
Società	Diritti umani	Controversie riguardo al lavoro minorile	Numero di controversie pubblicate
Società	Diritti umani	Controversie riguardo ai diritti umani	Numero di controversie pubblicate
Società	Dipendenti	Controversie sulla diversity	Numero di controversie pubblicate
Società	Dipendenti	Controversie su salute e sicurezza dei dipendenti	Numero di controversie pubblicate
Società	Dipendenti	Controversie su paghe e condizioni di lavoro	Numero di controversie pubblicate
Società	Dipendenti	<i>Management departures</i>	Qualche membro del management ha rassegnato dimissioni volontarie o è stato sollevato dall'incarico?
Governance	Gestione aziendale	Controversie sulla retribuzione del management	Numero di controversie pubblicate
Governance	Azionisti	Controversie in merito alla contabilità	Numero di controversie pubblicate

Figura 1.17: Metriche delle controversie

(Altis, Equità.

Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni pag. 18)

Punteggio finale

Per il calcolo dello score finale integrato sia dello score ESG sia dello score delle controversie di procede secondo la seguente logica:

1. Se lo score delle controversie è maggiore del punteggio ESG, allora lo score finale combinato (ESGC) è pari al punteggio ESG.
2. Se lo score delle controversie è minore del punteggio ESG, lo score finale combinato (ESGC) è uguale alla media dello score ESG e dello score delle controversie

A titolo di esempio si può guardare la *Figura 1.18*.

Scenario	ESG punteggio delle controversie	Punteggio ESG	Punteggio ESGC
Se il punteggio delle controversie è \geq punteggio ESG, allora punteggio ESG = punteggio ESGC	100	89	89
Se il punteggio delle controversie è inferiore al punteggio ESG, allora il punteggio ESGC = media del punteggio ESG e delle controversie.	48	49	48.5

Figura 1.18: Esempio delle possibili casistiche per la definizione dello score combinato. (Refinitiv (2022). Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv pag.18)

Il punteggio percentile finale può essere trasformato in un punteggio in lettere secondo la logica della *Figura 1.19*.

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

Figura 1.19: Tabella di conversione

(Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni pag. 13)

CAPITOLO II: I benefici dell'integrazione dei criteri ESG

L'integrazione dei criteri ESG nelle scelte d'investimento e nella corporate governance aziendale porta numerosi benefici e vantaggi, i quali trovano riscontro nelle ricerche delle principali società di consulenza e nella letteratura scientifica. Il fine di questo capitolo è quello di, in un primo momento, offrire una panoramica dei principali benefici associati alle pratiche ESG e successivamente trattare in modo più approfondito i tre seguenti vantaggi: l'impatto della performance ESG sulla performance finanziaria/ valore delle imprese, l'impatto della performance ESG sul costo del capitale delle imprese ed infine l'impatto della performance ESG sulle reazioni dei clienti come, ad esempio, il coinvolgimento del cliente, la fiducia del cliente nel brand etc.

La relazione tra pratiche ESG e la performance finanziaria/ valore è, molto probabilmente, uno degli argomenti più studiati, discussi e approfonditi in questo ambito; dopo una breve rassegna della letteratura sul tema, si è provato ad offrire una panoramica quanto più esaustiva possibile su tutti gli studi pubblicati dagli anni '70 fino ad oggi, attraverso l'analisi di una prima revisione, avente una copertura degli studi dagli anni '70 all'anno 2015 e una seconda revisione, la quale esamina gli studi

pubblicati dall'anno 2015 fino all'anno di pubblicazione della stessa. Per quanto riguarda la relazione tra pratiche ESG e costo del capitale, allo stesso modo, attraverso una revisione si è provato ad offrire una panoramica sui risultati degli studi esistenti, in questo caso sono stati considerati gli studi pubblicati dal 2000 fino alla data di pubblicazione della stessa. Inoltre, si è approfondito l'impatto delle caratteristiche del Paese sulla relazione tra pratiche ESG e costo del debito e l'impatto isolato, sul costo del debito, delle due proxy delle pratiche ESG, ovvero, performance ESG e divulgazione ESG. Infine, si è stato approfondito un aspetto interessante per alcune implicazioni di marketing e cioè quello inerente alla relazione tra le pratiche ESG e il comportamento dei clienti.

2.1 Riduzione del rischio idiosincratice

Diversi studi evidenziano come le imprese possono mitigare la loro esposizione al rischio attraverso efficaci politiche RSI. L'impegno delle imprese nella RSI ha una correlazione negativa significativa con il rischio idiosincratice (Mishra e Modi 2013). Il rischio idiosincratice è il rischio specifico di una singola impresa o del settore a differenza del rischio sistematico che, invece, è associato all'andamento del mercato di riferimento, quindi, è di natura macroeconomica. Le aziende socialmente responsabili, mantenendo un alto livello di trasparenza, riducono il rischio del crollo del prezzo delle azioni (Kim et al. 2014).

Herremans et al. (1993), dopo aver esaminato le aziende manifatturiere degli Stati Uniti, hanno riscontrato che quelle aventi una miglior reputazione in termini di RSI ottengono migliori rendimenti azionari, con un rischio minore per gli investitori. Allo stesso tempo, la correlazione negativa tra CRS (Corporate Social Responsibility) e rischio d'impresa è stata riscontrata anche in settori differenti (Jo e Na 2012). Oltre a quello ambientale, anche il fattore sociale ha un peso rilevante sul rischio d'impresa, Bouslah et al. (2013) sostengono che quanto più un'impresa costruisce relazioni positive con i propri dipendenti e quanto più l'impresa è attenta al rispetto dei diritti, minore sarà il rischio idiosincratice [42].

Uno dei rischi d'impresa più rilevanti è il "regulatory risk". Una buona strategia ESG può ridurre enormemente il cosiddetto "regulatory risk" di un'impresa, e cioè il rischio associato al cambiamento del quadro legislativo nel settore in cui quest'ultima opera. Un inaspettato cambio normativo può intaccare una grossa fetta del profitto dell'impresa. Basti pensare, all'introduzione

del CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism) da parte dell'Unione Europea. Si tratta dell'introduzione di un tributo per l'importazione da produttori extraeuropei di alcuni prodotti come, ad esempio: ferro, acciaio, ghisa, alluminio, cemento, fertilizzanti etc. Il fine è quello di proteggere l'industria europea, in fase di decarbonizzazione, da competitor extraeuropei che non sono soggetti ai rigidi obiettivi climatici dell'Unione Europea. Lo studio di McKinsey pubblicato a novembre 2019 riporta che, almeno un terzo dei profitti aziendali è esposto al rischio di intervento normativo, un valore decisamente alto. L'effetto della regolamentazione muta anche in base al settore, il "regulatory risk" infatti cresce per quei settori ad alto impatto ambientale come, ad esempio, quello dei trasporti, della logistica etc.; nel settore sanitario l'utile esposto al rischio si aggira intorno al 25-30%, nel settore bancario, settore in cui le regole sui requisiti patrimoniali, sulla leva finanziaria e sulla tutela dei consumatori, sono estremamente rigide, il valore dell'utile esposto è tipicamente del 50-60%, nei settori automobilistico, aereo, della difesa e della tecnologia il valore può salire fino al 60%. *Figura 2.1.*

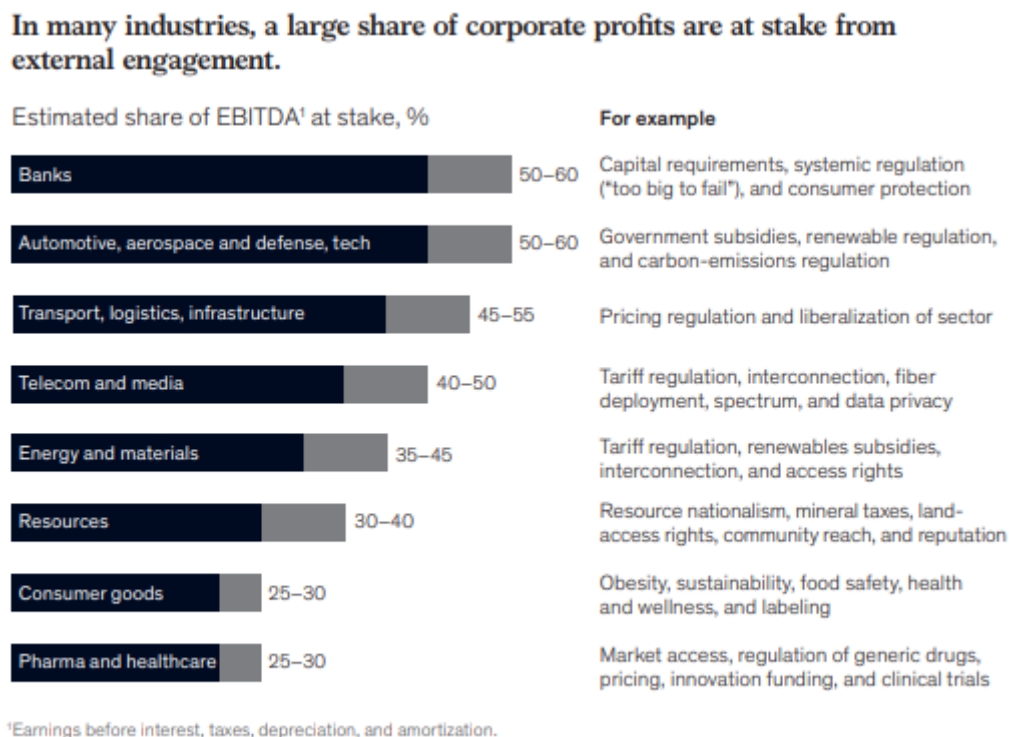


Figura 2.1: Stima della percentuale di EBITDA esposto al "regulatory risk" per settore (Henisz, Witold, Tim Koller, and Robin Nuttall. 2019. "Five Ways That ESG Creates Value Getting Your Environmental, Social, and Governance (ESG) Proposition Right Links to Higher Value Creation. Here's Why."

<http://dln.jaipuria.ac.in:8080/jspui/bitstream/123456789/2319/1/Five-ways-that-ESG-creates-value.pdf>.

2.2 Aumento della produttività dei dipendenti

La crescente sensibilità per tutto ciò che riguarda l'ambiente influenza, non solo i consumatori, ma anche i dipendenti delle imprese; per tale ragione un comportamento sostenibile e responsabile da parte dell'azienda può motivare i dipendenti ed alimentare in loro un senso di responsabilità, con conseguente aumento della produttività complessiva. Adam M. Grant (2007) sostiene che i dipendenti con maggiore rendimento hanno oltre al senso di gratificazione, anche quello di forte connessione con ciò che fanno; più è forte la percezione dell'impatto del proprio lavoro sui beneficiari di quest'ultimo, più sono disposti a intraprendere azioni "prosociali". Alex Edmans (2011) ritiene che la soddisfazione dei dipendenti abbia una correlazione positiva con i rendimenti degli azionisti. Infatti, le aziende classificate come le "100 migliori aziende per cui lavorare" da *Fortune* hanno generato rendimenti azionari annuali superiori del 2.3% / 3.8% rispetto alle altre in un periodo di oltre 25 anni.

Anche rafforzare le relazioni che un'impresa ha con i propri dipendenti, e quindi potenziare le strategie relative al fattore "Social", da notevoli benefici alle aziende. Studi dimostrano che un ambiente di lavoro che garantisce bonus aziendali, flessibilità dell'orario, congedi parentali, possibilità di lavorare in smartworking, congedi studio, assistenza sanitaria etc. sia percepito dai dipendenti come maggiormente stimolante ed inclusivo, con conseguente miglioramento della produttività. Nella loro pubblicazione, gli autori Jan-Emmanuel de Neve et al. (2018) hanno riportato una prova di quanto poc'anzi sostenuto; ad alcuni dipendenti di una banca australiana, selezionati in modo casuale, sono stati dati dei bonus sotto forma di versamenti aziendali a enti di beneficenza locali. I dipendenti scelti hanno riferito una maggiore soddisfazione lavorativa rispetto ai dipendenti non selezionati per il programma di donazione.

2.3 Crescita del fatturato

L'accesso a nuovi mercati e l'espansione in quelli già esistenti da parte delle aziende può essere favorito da una buona strategia e performance ESG. Infatti, queste ultime permettono alle aziende di ottenere maggiore fiducia da parte degli enti normativi e governativi, i quali sono maggiormente predisposti nella concessione di licenze, autorizzazioni e accessi. Tali concessioni offrono alle imprese nuove opportunità di crescita. Un esempio è dato da un progetto infrastrutturale a Long-Beach in California, le società selezionate per partecipare, sono state scelte sulla base della performance sostenibile. Una buona strategia e performance ESG ha dato risultati positivi anche nel

settore minerario; infatti, le aziende del settore che mostrano un comportamento più sostenibile e responsabile hanno maggiore probabilità di estrarre risorse senza ritardi operativi e grandi pianificazioni.

L'incremento del fatturato, oltre ad essere influenzato dalle concessioni governative appena descritte, può essere causato anche dal comportamento di acquisto dei consumatori nei confronti delle imprese che hanno una buona strategia e performance ESG. Un'indagine McKinsey ha rilevato che il 70% dei consumatori di diversi settori tra cui, quello automobilistico, edilizio, degli elettrodomestici e degli imballaggi pagherebbe il 5% in più per un prodotto "green", se avesse gli stessi standard di prestazione di un prodotto non ecologico. In un'altra indagine, sono state intervistate le aziende, e quasi la metà di queste (44%) ha dichiarato che le motivazioni per l'avvio di programmi di sostenibilità sono le opportunità di business e di crescita.

Tali vantaggi sono reali, ad esempio, l'azienda Unilever ha riscontrato, una crescita delle vendite di una linea di detersivi a risparmio idrico del 20% rispetto agli altri prodotti in commercio della medesima categoria in molti mercati caratterizzati da scarsità d'acqua. Un altro esempio è il seguente: l'azienda di raffinazione del petrolio finlandese Neste, nata più di 70 anni fa, oggi genera più dei due terzi dei suoi profitti grazie alla vendita di carburanti rinnovabili ed altri prodotti sostenibili.

La relazione tra strategia/ performance ESG e consumatori sarà approfondita nell'ultimo paragrafo del capitolo.

2.4 Relazione tra performance ESG e performance finanziaria/valore delle imprese

Sin dagli anni '70 studiosi ed investitori si sono posti delle domande inerenti alla relazione tra criteri sociali, ambientali, di governance (ESG) e performance finanziaria (CFP)/valore; infatti, sono stati pubblicati più di duemila studi empirici e revisioni su tale tema. *Figura 2.2*. Tali studi talvolta sono discordanti, ciò complica gli sforzi di manager e accademici nell'identificare gli esiti della responsabilità sociale d'impresa.

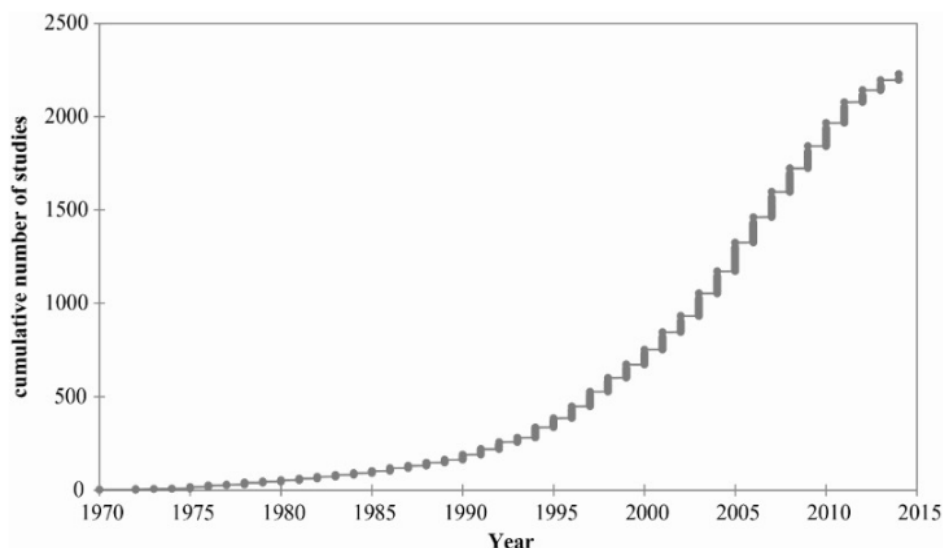


Figura 2.2: Numero di studi sulla relazione ESG-CFP dal 1970 al 2015 (Friede, Gunnar, Timo Busch, and Alexander Bassen. 2015. "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies." *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (4): 210–33. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>).

Oltre alla pubblicazione di un numero elevato di studi relativi alla relazione tra pratiche ESG/ CSR e performance finanziaria/ valore, gli accademici utilizzano svariate tecniche per testare la relazione ESG- performance finanziaria/valore; anche la performance finanziaria e il valore sono misurati in molti modi diversi come, ad esempio, attraverso la performance operativa, i rendimenti azionari a breve o lungo termine e la Q di Tobin.

Molti sono gli studi che documentano un'associazione positiva tra pratiche ESG/ CSR e performance finanziaria/ valore (Hillman e Keim, 2001; Birindelli, Ferretti, Intonti, & Iannuzzi, 2015; Hoepner, Oikonomou, Scholtens, & Schröder, 2016; Hart, 1995; Shrivastava, 1995; Russo & Fouts, 1997; AragónCorrea 1998). Gao Shang, Meng Fanchen, Wang Wenshuai, Chen Wenxin (2023), dopo aver analizzato 11.742 osservazioni di 1486 società della Cina quotate, dal 2010 al 2020, hanno scoperto che, le pratiche ESG possono migliorare notevolmente la performance finanziaria di un'azienda in ogni fase del suo ciclo di vita, in particolar modo quando l'azienda è in fase di crescita. Inoltre, hanno scoperto che la relazione tra pratiche ESG e performance aziendale è più forte quando la divulgazione delle informazioni aziendali è di alta qualità. Iliev e Roth (2020) documentano che, l'incremento delle attività ESG/CSR delle imprese impatta positivamente su alcune misure della performance operativa come, ad esempio, il ROA. Margolis et al. (2009), analizzando 251 studi

empirici individuali e altri 106 studi pubblicati a partire dal 1998, documentano un'associazione positiva tra le pratiche ESG e la performance finanziaria, e le pratiche ESG e il valore dell'impresa, anche se sottolineano che l'effetto è piccolo. Chang et al. (2019), oltre a sostenere che le pratiche ESG impattano positivamente sul valore aziendale di un'impresa, hanno scoperto che un dollaro aggiuntivo di liquidità incrementa maggiormente il valore di un'azienda se quest'ultima ha rating ESG/CSR più elevati.

Bajic, S. e Yurtoglu, B. (2018) hanno scoperto che esiste una relazione economicamente significativa tra la misura della CSR e il valore d'impresa, e che il fattore che influisce maggiormente su tale relazione è quello sociale. Invece, Sulaiman A Al-Tuwaijri, Theodore E Christensen, K.E Hughes (2004), si sono concentrati solo sull'impatto della divulgazione ambientale e della performance ambientale sulla performance finanziaria e hanno riscontrato un'associazione positiva, sia tra la performance ambientale e la performance finanziaria, sia tra la divulgazione ambientale e la performance finanziaria.

Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou e Giorgio Serafeim (2014) hanno confrontato i processi organizzativi, la performance contabile e i risultati sul mercato azionario di aziende che entro l'anno 1993 intrapresero attività responsabili e sostenibili, quindi società considerate ad "alta sostenibilità", con aziende che invece non lo hanno fatto, aziende a "bassa sostenibilità". Hanno scoperto che le imprese ad "alta sostenibilità" hanno mostrato risultati migliori nel lungo periodo, sia per quanto riguarda la performance contabile, sia per quanto riguarda i risultati sul mercato azionario. Inoltre, hanno scoperto che le imprese più sostenibili implementano con più probabilità processi di coinvolgimento degli stakeholder, sono maggiormente orientate al lungo termine e danno maggiore importanza alla trasparenza e alla comunicazione di informazioni riguardanti l'impatto sociale, ambientale e di governance. Henri Servaes e Ane Tamayo (2013) sostengono che la CSR (Corporate Social Responsibility) impatta solo sul valore delle imprese con elevata consapevolezza del cliente. Quest'ultima può essere il risultato di una presenza pubblicitaria efficace, di una reputazione positiva e di sforzi di marketing mirati. Quando un'azienda ha un'alta consapevolezza del cliente, i consumatori sono molto consapevoli del marchio, dei prodotti o dei servizi offerti dall'azienda. Secondo gli autori, per le aziende aventi scarsa consapevolezza dei clienti, l'associazione tra CSR e valore è negativa o insignificante. Albuquerque et al. (2019) documentano un'associazione positiva tra le pratiche ESG/CSR e valore dell'impresa per le imprese che investono in campagne di marketing e pubblicità per promuovere i loro prodotti o servizi. Essi

interpretano questo dato come coerente con l'idea che le pratiche ESG /CSR incrementino il valore aziendale per le imprese caratterizzate da un'elevata differenziazione del prodotto.

Gillan et al. (2010), utilizzando i rating KLD, hanno scoperto che le imprese con rating ESG più alti hanno performance operative e Q di Tobin più elevate. Ferrell, A., Liang, H. e Renneboog, L. (2016), utilizzando come metrica di riferimento la Tobin's q, hanno scoperto che la CSR e il valore aziendale sono correlati positivamente e che la CSR affievolisce la correlazione negativa tra entrenchment manageriale e valore aziendale. Inoltre, hanno scoperto che le aziende con meno problemi di agenzia sono più propense ad impegnarsi in attività associate alla CSR. Gao e Zhang (2015), utilizzando come rating della CSR sei delle categorie KLD, documentano che, le *income smoothing companies* più impegnate in attività associate alla CSR hanno una Q di Tobin maggiore, una relazione più forte tra rendimenti attuali e utili futuri e un rapporto più elevato tra utili e rendimenti. Statman e Glushkov (2009), utilizzando i rating KLD, documentano una relazione positiva tra le pratiche ESG/CSR e performance finanziaria delle imprese. Lins et al. (2017) hanno esaminato le imprese durante la crisi finanziaria del 2008- 2009, con il fine di studiare i potenziali vantaggi dei quali possono beneficiare le imprese che investono nella CSR nei momenti di crisi finanziaria. Gli autori hanno scoperto che le imprese fortemente impegnate in attività associate alla CSR hanno registrato rendimenti azionari da quattro a sette punti percentuali in più, una maggiore redditività e maggiori vendite rispetto alle imprese poco impegnate in attività associate alla CSR. Anche gli autori Marcia Millon Cornett, Ogtontsetseg Erhemjamts, Hassan Tehranian (2016) hanno fatto un'analisi facendo riferimento ad un periodo di crisi finanziaria; nello specifico, hanno studiato la relazione tra attività CSR delle banche e la performance finanziaria. Sulla base di tale analisi documentano che, i punteggi della CSR delle banche sono correlati positivamente e in modo significativo alla performance finanziaria; inoltre, hanno riscontrato che, le banche maggiormente impegnate in attività CSR sono quelle più grandi. Barko et al. (2018) hanno scoperto che le imprese con rating ESG elevati ottengono rendimenti più alti rispetto alle imprese del medesimo livello ma con rating ESG bassi. Caroline Flammer (2015) documenta che, l'approvazione di proposte degli azionisti associate alla CSR a distanza ravvicinata provoca una pubblicità positiva, prestazioni contabili migliori, maggiore produttività del lavoro e una crescita delle vendite, di conseguenza, un aumento del valore aziendale.

Ghoul, S., Guedhami, O. e Kim, Y (2017) hanno scoperto l'esistenza di una correlazione positiva tra CSR (Corporate Social Responsibility) e valore aziendale; inoltre, sostengono che, tale relazione è

più forte nei Paesi con istituzioni di mercato più deboli. Lo studio di Shin, Jiyoung, Jon Jungbien Moon, and Jingoo Kang (2022) approfondisce il ruolo della cultura nazionale come causa esterna di contingenza nella relazione tra la performance ESG e la performance finanziaria. Il fine dello studio è quello di fare chiarezza sul perché alcune imprese ottengono ritorni finanziari superiori, attuando pratiche ESG, ed altre meno, spostando il focus, quindi, sul “dove” è conveniente impiegare risorse su temi responsabili e sostenibili, mentre la maggior parte degli studi si pone come obiettivo quello di capire “se” conviene investire in ESG. Affinché si riesca a rispondere a tale domanda è necessario focalizzarsi su ciascuna dimensione culturale (considerando le dimensioni culturali definite da Hofstede), e capire l’impatto di ciascuna di esse sugli stakeholders, infatti secondo la teoria degli stakeholders, è proprio una gestione efficace delle relazioni con questi ultimi ad influenzare il ritorno finanziario delle pratiche ESG (Donaldson & Preston, 1995; Freeman et al., 2010; Freeman & Liedtka, 1991; Porter & Kramer, 2006). Se le imprese riuscissero a mettersi in buona luce agli occhi degli stakeholders attraverso un’elevata performance ESG, potrebbero “sfruttare” la loro disponibilità e voglia di collaborare, ottenendo risorse essenziali per il successo (Backhaus et al., 2002). Alcuni dei risultati contrastanti della ricerca tra le due variabili in analisi possono essere causati anche dal fatto che gli studiosi sottovalutano le cause esterne che possono influenzare la performance finanziaria delle pratiche ESG, concentrandosi maggiormente su specifici aspetti dell’impresa e sul contesto industriale (Shin, Jiyoung, Jon Jungbien Moon, and Jingoo Kang ,2022). Secondo Hofstede et al. (2010), la cultura si riferisce alla "programmazione collettiva della mente che distingue i membri di un gruppo o di una categoria di persone da un altro" ². Guiso et al. (2006) ritengono che la cultura nazionale influisca oltre che sui valori e sulle credenze anche su aspetti economici. Anche la stima e la penalizzazione per chi rispettivamente agisce eticamente o meno variano da una cultura all’altra (Jiang et al., 2020). Gli autori documentano l’esistenza di una relazione positiva tra performance ESG e la performance finanziaria. Inoltre, hanno scoperto che, sia la mascolinità che l’individualismo moderano positivamente e in modo significativo la relazione tra performance ESG e performance finanziaria. In una società maschile il valore cardine è la massimizzazione del profitto, si dà maggiore enfasi al successo e ai beni materiali; per tale ragione, in una società maschile, le aziende che praticano ESG sono considerate una risorsa preziosa che può garantire un vantaggio competitivo (Vitolla et al., 2021). L’individualismo, Hofstede (1985) lo definisce come “la tendenza delle persone

² Hofstede, Geert. 2010. “The GLOBE Debate: Back to Relevance.” *Journal of International Business Studies* 41 (8): 1339–46. <https://doi.org/10.1057/jibs.2010.31>. (pag.6)

a prendersi cura solo di sé stesse e della propria famiglia"³, gli stakeholders di una società di questo tipo sono guidati soprattutto dal profitto; in una società individualista le pratiche ESG non sono un obbligo, questo porta maggiori benefici finanziari alle aziende che investono in ESG

Sulla base di questi risultati, gli autori sostengono che, essendo il Regno Unito e gli Stati Uniti, Paesi in cui i punteggi di individualismo sono molto alti, 89 e 91 rispettivamente, è probabile che le imprese assumendo comportamenti responsabili e sostenibili, ottengano maggiori benefici finanziari. I risultati dello studio confermano che, le pratiche ESG sono ripagate finanziariamente se gli stakeholders conferiscono valore; i manager, nelle programmazioni e nei piani strategici ESG, dovrebbero in primo luogo considerare il Paese in cui operano e più nello specifico la tipologia di stakeholders con cui si interfacciano e successivamente allocare le risorse disponibili in modo adeguato, soprattutto se la società è una multinazionale.

Sebbene gli studi che sostengono vi sia una relazione positiva tra pratiche ESG/CSR e performance finanziaria sono molti, vi sono anche degli accademici che non supportano tale tesi e che hanno riscontrato una relazione negativa tra le due variabili (Boyle et al., 1997, Vance, 1975; Brammer, Brooks e Pavelin, 2006), o non significativa (Alexander e Buchholz, 1978, Aupperle et al., 1985, Horvathova, 2010, McWilliams e Siegel, 2000, Renneboog et al., 2008a, Renneboog et al., 2008b). Di Giuli e Kostovetsky (2014) esaminando le variazioni dei punteggi ESG/CSR e dei ricavi di alcune imprese nell'arco di tre anni, hanno scoperto che non vi è nessuna relazione tra alti punteggi ESG/CSR e aumento del fatturato. Inoltre, documentano che, gli aumenti dei punteggi ESG/CSR sono correlati a una riduzione del ROA e rendimenti azionari futuri negativi. I vantaggi associati alla CSR di cui beneficiano gli stakeholders "sono pagati" da una diminuzione del valore aziendale. Buchanan et al. (2018) hanno esaminato, utilizzando i rating di Bloomberg, l'impatto della CSR sul valore aziendale durante la crisi finanziaria del 2008. Gli autori hanno scoperto che, durante la crisi le imprese con punteggi ESG/CSR più alto hanno subito una riduzione del valore aziendale, sia a causa dell'intensificarsi dei problemi d'agenzia, sia perché le preoccupazioni associate agli eccessivi investimenti CSR sono aumentati durante la crisi. Masulis e Reza (2015) affermano che, il mercato azionario reagisce negativamente all'annuncio di notizie ESG/CSR.

³ Hofstede, G. (1985). L'interazione tra sistemi di valori nazionali e organizzativi. *Journal of Management Studies*, 22(4), 347-357. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1985.tb00001.x> (p. 348).

Uno degli studi più completo ed esaustivo sulla relazione tra pratiche ESG/CSR e performance finanziaria/valore è quello condotto da Friede, Busch e Bassen (2015), quest'ultimo estrae dati forniti da revisioni accademiche anteriori, combinando in questo modo i risultati di circa 2200 studi individuali. La revisione di secondo livello realizzata dagli autori Friede, Busch e Bassen nel 2015, utilizza come punto di partenza 35 studi sul conteggio dei voti e 25 meta-analisi per un totale di 3718 studi primari lordi, di cui 1816 derivanti da studi sul conteggio dei voti e 1902 da meta-analisi. Eliminando le sovrapposizioni, il numero di studi primari si riduce a 2200. Il numero di studi analizzati nella revisione in analisi è 35 volte superiore della media degli studi primari esaminati nelle precedenti revisioni. I metodi adottati dagli autori sono due, il primo è il metodo del conteggio dei voti. Tale metodo consiste nel conteggio degli studi con risultati positivi, negativi e non significativi e considera la categoria con la quota più alta come la vincitrice (Light e Smith 1971). Questa metodologia non è dei migliori perché tende a sovrastimare i risultati non significativi e il potere esplicativo si riduce all'aumentare del numero di studi contraddittori (Hedges e Olkin 1980; Hunter et al. 1982), ma offre spunti interessanti. Il secondo metodo utilizzato è quello della meta-analisi, una tecnica statistica attraverso la quale si riescono a comparare studi diversi ma aventi una simile domanda di ricerca. Il fine è l'identificazione di un'univoca conclusione su un determinato argomento e l'identificazione della forza della relazione tra le due variabili. Nello studio in analisi, la relazione ESG-CFP è stata studiata considerando diversi aspetti come, ad esempio, l'influenza delle caratteristiche di un Paese, la variazione dell'impatto sulla relazione ESG-CFP valutando in modo isolato i singoli fattori ESG etc. La scelta di quale dei due metodi utilizzare per analizzare i diversi aspetti è associata alla disponibilità di dati. Prima di addentrarsi nell'analisi dei risultati, si specifica che, con il termine CFP si fa riferimento più precisamente alla performance contabile, di mercato, operativa, percettiva, misure di rischio, performance dei portafogli ESG e metriche di crescita. (Cochran e Wood 1984; Orlitzky e Benjamin 2001; Orlitzky, Schmidt e Rynes 2003; Pelozo 2009).

La *Figura 2.3* mostra i risultati complessivi, il 90% evidenzia una relazione ESG-CFP non negativa, di cui il 47,9% negli studi sul conteggio dei voti e il 62,6% nelle meta-analisi producono risultati positivi. Il livello di correlazione medio centrale è di circa 0,15.

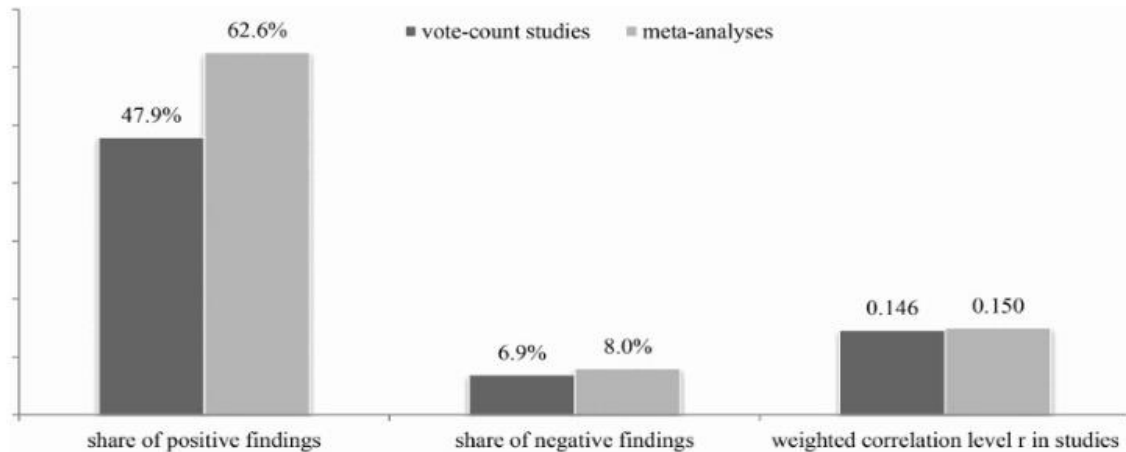


Figura 2.3: Risultati complessivi (Friede, Gunnar, Timo Busch, and Alexander Bassen. 2015. "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies." *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (4): 210–33. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>).

I risultati complessivi fino ad ora presentati analizzano studi sia non di portafoglio sia studi di portafoglio. Dagli autori è stata fatta un'ulteriore analisi, il fine di tale analisi è quello di analizzare la relazione ESG-CFP considerando separatamente un campione di studi di portafoglio e un campione di studi non di portafoglio. Una differenza notevole relativa alla relazione tra le due variabili è evidente se si utilizza il metodo del conteggio dei voti, infatti diversi studi di portafoglio primari e le relative revisioni riportano un numero inaspettatamente basso di risultati positivi e un elevato livello di risultati contrastanti (Bauer, Koedijk e Otten 2005 ; Peloza 2009 ; Kleine, Krautbauer e Weller 2013 ; Revelli e Viviani 2015). La percentuale di risultati positivi per gli studi focalizzati sui portafogli (n=568) è pari a 15,5% e pari al 56,7% per gli studi non di portafoglio (n=155), la differenza tra i due campioni è notevole. Meno rilevante invece è la differenza di percentuale per quanto riguarda i risultati negativi. *Figura 2.4*. Tali conclusioni, sono supportate sia quando tutti gli studi sul conteggio dei voti focalizzati sui portafogli sono analizzati separatamente in base all'*effect size*, sia quando sono decostruiti i risultati meta-analitici di primo livello negli studi primari.

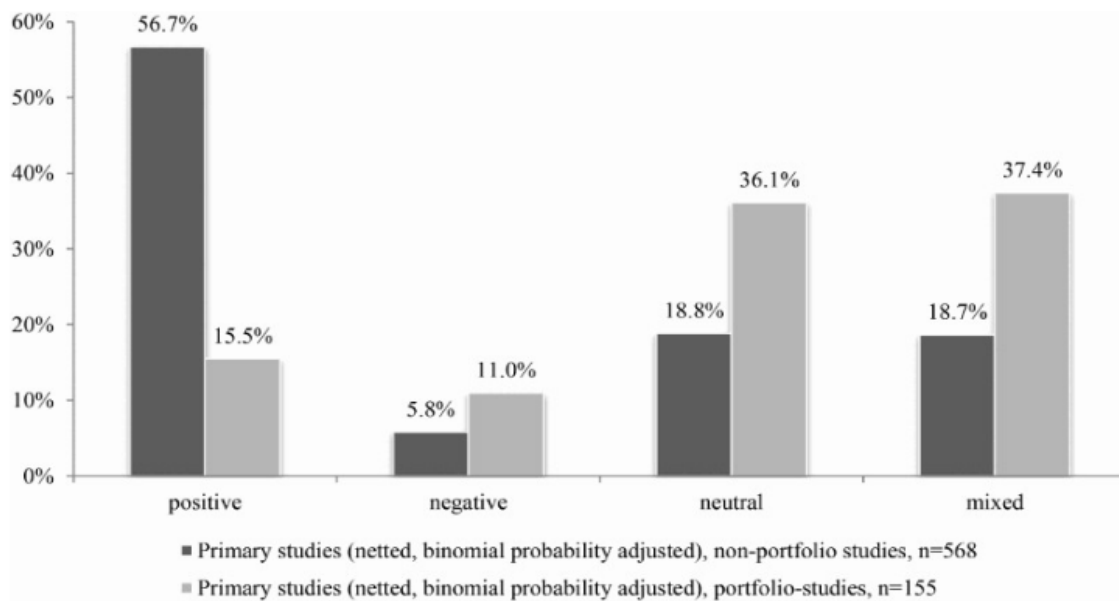


Figura 2.4: Relazione ESG-CFP in funzione degli studi di portafoglio e non di portafoglio (metodo del conteggio dei voti (Friede, Gunnar, Timo Busch, and Alexander Bassen. 2015. "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies." *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (4): 210–33. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>).

Tale differenza di risultati tra gli studi focalizzati sui portafogli e quelli non focalizzati sui portafogli può avere diverse cause, di seguito se ne presentano alcune:

- La performance raggiungibile attraverso i portafogli dipende dagli effetti sovrapposti dei rischi idiosincratici e sistemati (Campbell et al. 2001 ; Luo e Bhattacharya 2009).
- Gli studi sui portafogli (nello specifico sui fondi comuni d'investimento) includono costi di negoziazione, commissioni di performance, commissioni di gestione etc. (Carhart 1997 ; Khorana, Servaes e Tufano 2009).

I risultati sugli studi di portafoglio, però, devono essere considerati come un risultato specifico di un sottogruppo di studi all'interno della totalità delle pubblicazioni inerenti alla relazione ESG-CFP; confermando gli studi precedenti, si può sostenere che, nel peggiore dei casi, gli investitori in fondi comuni ESG possono aspettarsi di non perdere nulla rispetto agli investimenti in fondi tradizionali (Hamilton, Jo e Statman 1993; Humphrey e Tan 2014; Revelli e Viviani 2015).

Un altro aspetto sui quali si sono soffermati gli autori è quello di analizzare se esiste un fattore ESG che abbia un effetto predominante sulla CFP. Le correlazioni sono positive per tutti i tre fattori ESG, gli studi a sostegno di tale ipotesi sono, ad esempio: Albertini 2013, Dixon-Fowler et al. 2013, Endrikat, Günther e Hoppe 2014, per il fattore ambientale; Combs et al. 2006, Crook et al. 2011, Rosenbusch, Brinckmann e Bausch 2011, per il fattore sociale; Dalton et al. 1999, Gillan e Starks 2007, Amore 2010 per il fattore governance. Attraverso l'analisi di un campione di 644 studi, gli autori determinano una correlazione positiva omogenea per tutti i fattori ESG. Il fattore *Governance* presenta la percentuale più alta di risultati positivi pari a 62,3% ma anche la più alta di quelli negativi, pari a 9,2%. La relazione più favorevole, infatti, risulta essere quella relativa al fattore *Environmental*, se la si valuta sottraendo la percentuale negativa (4,3%) a quella positiva (58,7%).

Figura 2.5. In conclusione, si può affermare che nessun singolo fattore ESG mostra una relazione positiva superiore e significativa con la performance aziendale.

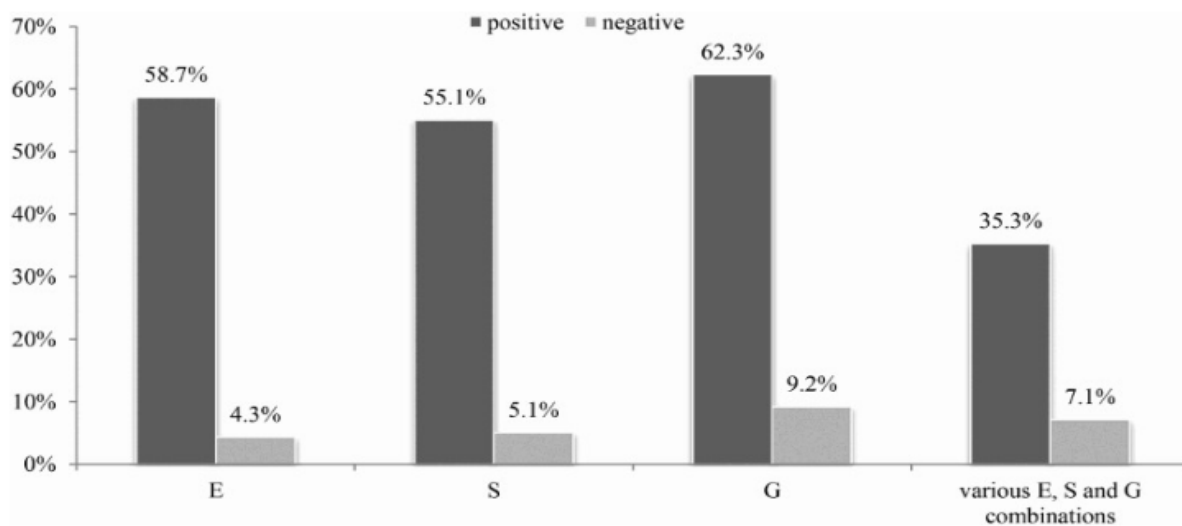


Figura 2.5: Relazione tra CFP e le singole categorie E, S e G (campione di studi sul conteggio dei voti (n=644 studi netti) (Friede, Gunnar, Timo Busch, and Alexander Bassen. 2015. "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies." Journal of Sustainable Finance & Investment 5 (4): 210–33. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>).

Diversi studi hanno esaminato le potenziali diversità della relazione ESG- CFP tra diversi Paesi. Le cause associate alle differenti percentuali di risultati positivi nei vari Paesi sono diverse tra i vari autori. Alcuni hanno ipotizzato che la cultura nazionale, ha un forte impatto sulla relazione tra le due variabili, i Paesi caratterizzati da orientamento al futuro, collettivismo istituzionale e orientamento umano rivelano una correlazione positiva (Mar Miras- Rodríguez, Carrasco-Gallego e Escobar-Père 2015). Alcuni ritengono che gli Stati Uniti presentino una correlazione significativamente più elevata rispetto ad asset di altri paesi (Allouche e Laroche 2005 ; Dixon-Fowler et al. 2013). Al contrario, altri autori smentiscono tale ipotesi dimostrando che anche nel resto del mondo si riscontrano dei risultati significativamente elevati. (Albertini 2013 ; Golicic e Smith 2013). I risultati di questo studio dimostrano che i paesi sviluppati hanno una quota minore di risultati positivi, escluso il Nord America con una percentuale di positivi pari al 42,7%. L' Europa presenta una quota di positivi pari al 26,1% e l'Asia/Australia/ Nuova Zelanda, sebbene non differiscano troppo dall'America con una percentuale di positivi del 33,3%, possiedono la quota maggiore di risultati negativi, 14,3%. Tale differenza tra i Paesi sviluppati potrebbe essere giustificata dal fatto che gli studi del campione relativi all'Europa e all'Asia/Australia/Nuova Zelanda sono focalizzati principalmente sui portafogli, escludendo tutti gli studi di portafoglio dal campione analizzato si nota infatti un incremento delle percentuali di risultati positivi anche per l'Europa (46,7%) e Asia/Australia/Nuova Zelanda (38,5%). Il campione di studi dei mercati emergenti mostra, in assoluto, la quota positiva più elevata con una percentuale pari al 65,4% se si considerano anche gli studi sui portafogli e una quota che sale al 70,8% se si escludono gli studi sui portafogli. *Figura 2.6.*

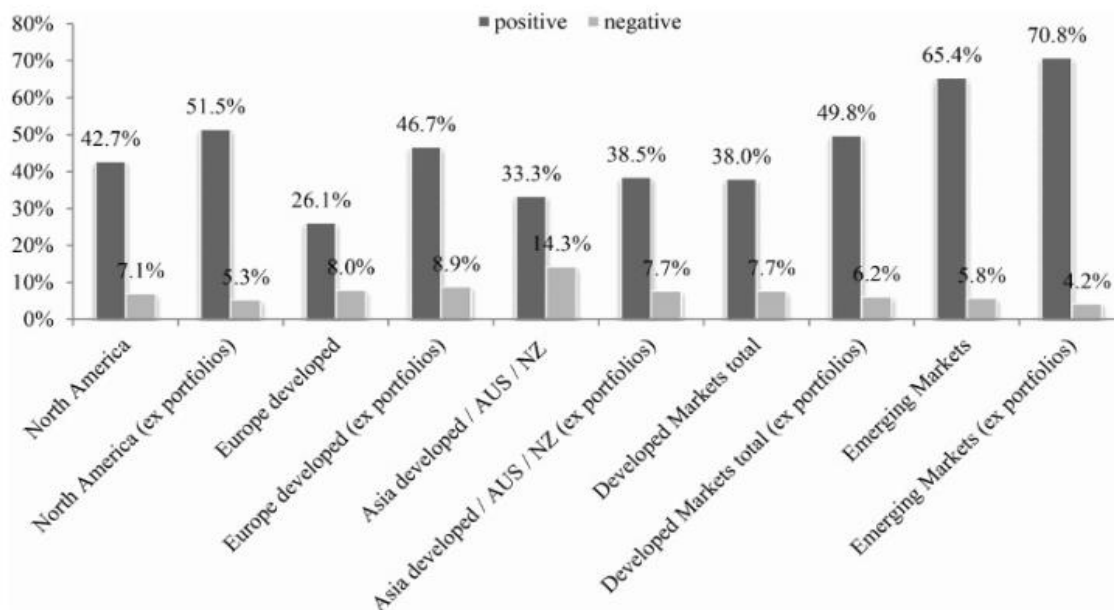


Figura 2.6: Relazione ESG-CFP in vari Paesi (campione di studi sul conteggio dei voti n=402 studi netti) (Friede, Gunnar, Timo Busch, and Alexander Bassen. 2015. "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies." *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (4): 210–33. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>).

Dopo l'analisi di quello che è uno dei set di dati più completo inerente alla relazione ESG-CFP gli autori sostengono, con convinzione, che investire in ESG paga finanziariamente. Tale risultato va in contrasto con la percezione comune degli investitori, la quale potrebbe essere distorta dai risultati, già discussi poc'anzi, relativi agli studi di portafoglio. Gli autori sostengono che, la conclusione principale dello studio è la seguente: tutti gli investitori dovrebbero essere orientati verso investimenti sostenibili e responsabili. Se si riuscisse a comprendere in maniera dettagliata e profonda come sfruttare appieno il potenziale dei fattori ESG, si potrebbero allineare quelli che sono gli interessi propri degli investitori con gli obiettivi richiesti dalla società.

L'analisi della relazione tra pratiche ESG e prestazioni finanziarie è stato oggetto di molte revisioni, tuttavia, la maggior parte degli articoli che sono stati esaminati, sono stati pubblicati prima del 2015. Per tale ragione, gli autori Whelan, Tensie, Ulrich Atz, e Casey Clark (2021) hanno studiato la relazione tra pratiche ESG e performance finanziaria analizzando oltre 1000 studi di ricerca pubblicati nel periodo 2015-2020.

Dal 2015 vi è stata un enorme crescita di investimenti ESG e una maggiore diffusione di tale tema. Nonostante questo, l'argomento continua ad essere dibattuto ed alcuni considerano ancora le pratiche ESG come una distrazione dalla vera attività di guadagno. Gli autori hanno esaminato i 1.000 articoli selezionati in modo separato; l'analisi è stata fatta suddividendo gli studi in base alla tipologia: sono stati raggruppati gli studi relativi all'impatto delle pratiche ESG sulla performance finanziaria aziendale, ad esempio, studi aventi come variabile dipendente il ROA o ROE; quelli relativi alle performance d'investimento, studi aventi come misure alfa o rapporto di Sharpe su un portafoglio d'azioni; quelli relativi al tema "basse emissioni di carbonio" con il fine di comprendere la relazione sulla performance finanziaria considerando un solo aspetto tematico.

I risultati dello studio sono riassunti in *Figura 2.7*. Gli articoli relativi alla performance finanziaria aziendale mostrano una percentuale di risultati non negativi, quindi sia positivi che neutri pari al 71%,; il 21% mostrano risultati misti ed infine solo l'8% risultati negativi. Gli studi, sempre relativi alla performance finanziaria aziendale, ma inerenti nello specifico al tema cambiamento climatico mostrano una percentuale di risultati non negativi più alta della precedente pari all'86%; il 9% risultati misti e solo il 6% risultati negativi. Per quanto riguarda gli studi inerenti alla performance d'investimento, quindi, considerando il punto di vista dell'investitore, le percentuali sono più basse rispetto alle precedenti; il 59% degli studi mostra risultati non negativi; il 28% risultati misti ed il 14% risultati negativi. Tuttavia, considerando sempre quest'ultima tipologia di studi, ma escludendo quelli non inerenti al tema del cambiamento climatico, la percentuale di risultati non negativi aumenta fino al 65%; il 22% mostrano risultati misti e il 13% mostrano risultati negativi.

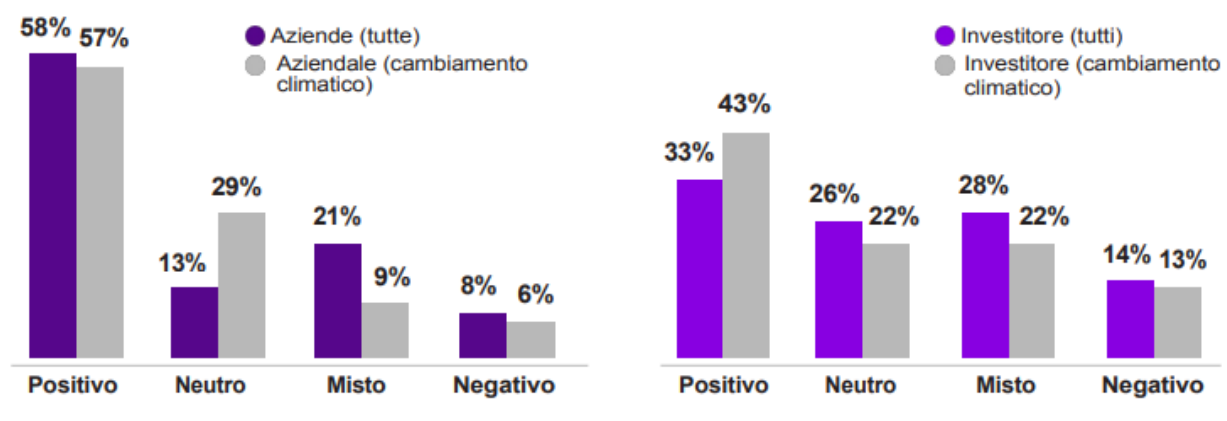


Figura 2.7: Risultati basati su 1.000 studi dal 2015 al 2020 (Tensie, Ulrich Atz, and Casey Clark. 2021. "ESG and FINANCIAL PERFORMANCE: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 plus Studies." https://sri360.com/wp-content/uploads/2022/10/NYU-RAM_ESG-Paper_2021-2.pdf)

A supporto di tali risultati è stata condotta un'ulteriore meta-analisi di secondo livello. Sono state esaminate 13 meta-analisi aziendali, basate 1272 studi primari, e 2 meta-analisi relative alle performance d'investimento, basate su 107 studi primari. Anche in questo caso, tutte le meta-analisi analizzate sono state pubblicate dal 2015 in poi. I risultati della meta-analisi di secondo livello relativi alle 13 meta-analisi aziendali confermano le correlazioni positive tra performance ESG e performance finanziaria aziendale, invece quelli relativi alle 2 meta-analisi relative alle performance d'investimento dimostrano che i rendimenti degli investimenti ESG non sono superiori ai rendimenti degli investimenti tradizionali. *Figura 2.8.*

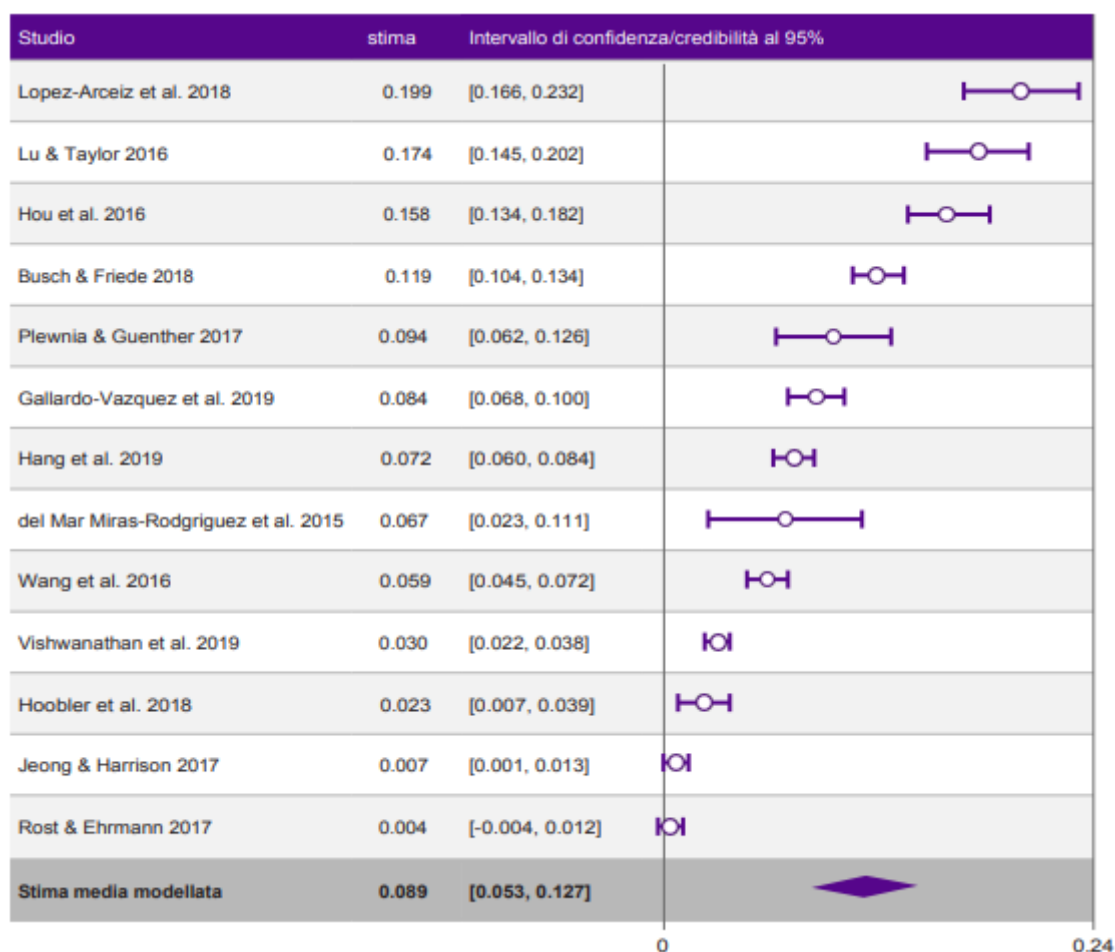


Figura 2.8: Forest plot delle 13 meta-analisi (Tensie, Ulrich Atz, and Casey Clark. 2021. "ESG and FINANCIAL PERFORMANCE: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 plus Studies." https://sri360.com/wp-content/uploads/2022/10/NYU-RAM_ESG-Paper_2021-2.pdf).

Dopo aver esaminato i risultati ottenuti dall'analisi, gli autori hanno tratto sei conclusioni inerenti alla relazione tra performance ESG e performance finanziaria:

1. **La relazione tra performance ESG e performance finanziaria diventa più forte su un orizzonte temporale più lungo:** sulla base dei risultati, gli autori hanno constatato che, a parità di altre condizioni, se uno studio ha un implicito riferimento al lungo periodo, con il 76% di probabilità troverà un'associazione positiva o neutra tra le due variabili performance ESG e performance finanziaria;
2. **L'integrazione dei fattori ESG è una strategia d'investimento sostenibile e responsabile che impatta maggiormente sulla performance finanziaria rispetto alla strategia di "screening negativo";**
3. **Gli investimenti ESG forniscono una "protezione" in caso di crisi sociale o economica:** durante i periodi di crisi economica come, ad esempio, dopo la crisi finanziaria del 2008 e il COVID, i fondi d'investimento con rating ESG elevato hanno sovraperformato quelli con rating basso, in base allo Sharpe ratio (Chatterjee, 2018; Das et al., 2018);
4. **La performance ESG delle imprese favorisce migliori performance finanziarie grazie ai "fattori di mediazione":** i fattori di mediazione più diffusi in letteratura sono: le relazioni con gli stakeholder, il rischio, l'efficienza operativa e l'innovazione.
5. **La pianificazione e l'attuazione da parte delle imprese di strategie di decarbonizzazione migliora le performance finanziarie:** gli autori Cheema-Fox et al. (2019) hanno riscontrato che le aziende che attuano strategie di decarbonizzazione più "aggressive" hanno ottenuto migliori performance finanziarie. Anche gli autori Park e Monk (2019) esaminando 736 imprese degli Stati Uniti dal 2005 al 2015 hanno confermato tali risultati. Investire in aziende efficienti dal punto di vista delle emissioni di carbonio può essere redditizio.
6. **La disclosure ESG, da sola, non impatta in modo significativo la performance finanziaria:** nonostante ciò che è misurato e comunicato sia importante, la divulgazione ESG senza una strategia di attuazione è inefficace. Solo il 26% delle pubblicazioni che hanno valutato la relazione tra disclosure ESG e performance finanziaria hanno trovato un'associazione positiva tra le due variabili.

Molti studi provano a spiegare la relazione tra ESG e performance finanziaria attraverso delle teorie delle scienze sociali, le principali sono le seguenti:

1. **Teoria degli stakeholder:** si tratta della teoria più richiamata dagli studi ed è stata già riportata precedentemente;
2. **Teoria della legittimità:** Le convinzioni sociali, i valori e le credenze influenzano il livello di legittimità di una società e le imprese possono ottenerla solamente attraverso l'appagamento delle aspettative della comunità (Shi e Veenstra 2021). La definizione di legittimità data da Suchman (1995) è la seguente, “la legittimità è la percezione generalizzata o l'ipotesi che le azioni di un'entità siano desiderabili, corrette o appropriate all'interno di un sistema socialmente costruito di norme, valori, credenze e definizioni”⁴. Per operare con successo, un'impresa deve essere considerata “legittima” da tutti gli stakeholders.
3. **Visione basata sulle risorse:** teoria che mette in risalto risorse aziendali interne come, ad esempio, beni immateriali e dipendenti per l'acquisizione ed il mantenimento di un vantaggio competitivo.

La probabilità di riscontrare un'associazione positiva tra attività ESG e performance finanziaria negli studi che non considerano una teoria delle scienze sociali è stata del 33%, rispetto al 50% per le pubblicazioni basate su delle teorie delle scienze sociali;

Anche analizzando i risultati delle meta-analisi con copertura di studi primari dal 2015 al 2021, quindi studi relativamente recenti rispetto alla pubblicazione di Friede, Busch e Bassen (2015), si può sostenere che una buona strategia, gestione, performance e divulgazione ESG influisce positivamente su metriche come ROE, ROA o prezzo delle azioni.

2.5 Relazione tra pratiche ESG e costo del capitale delle imprese

Vari studi dimostrano che la performance ESG riduce il costo del capitale. Devalle, Alain e Simona Fiandrino (2017) attraverso una revisione sistematica della letteratura, considerando solo studi pubblicati dopo il 2000, si sono posti il fine di fare chiarezza sulla relazione tra performance ESG e costo del capitale. Nell'analisi oltre alla performance ESG è stata considerata anche la disclosure ESG, in quanto nella letteratura molto spesso sono considerate congiuntamente nel valutare

⁴ Suchman, M. C. (1995). Gestire la legittimità: Approcci strategici e istituzionali. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>[46].

l'impatto dell'integrazione dei fattori ESG sul costo del capitale. Gli articoli considerati sono stati estrapolati dai seguenti database: EBSCO Business Source Complete, JSTOR, Science Direct, Scopus, ProQuest e Web of Knowledge. Gli autori si sono concentrati su studi pubblicati su riviste accademiche; dopo una fase di screening delle pubblicazioni, gli articoli che hanno contribuito al raggiungimento dei risultati finali ne sono stati 31, nell'80% degli articoli è stata adottata una metodologia empirica mentre il restante 20% sono articoli teorici. Il 65% degli studi empirici analizza, nello specifico, la relazione tra performance e/o disclosure ESG e costo dell'equity e il 35% la relazione tra performance e/o disclosure ESG e costo del debito. Oltre agli studi analizzati dai revisori Devalle, Alain e Simona Fiandrino (2017), riguardo alla relazione tra pratiche ESG e costo del debito, ne sono stati riportati altri.

La letteratura è unanime sull'effetto che l'integrazione dei fattori ESG, considerando, come già sottolineato precedentemente, congiuntamente sia la performance che la disclosure ESG, ha sulla riduzione del costo dell'equity. La prima causa di tale fenomeno alcuni autori la associano alla diminuzione dell'asimmetria informativa (Ferris, Javakhadze e Rajkovic, 2017; M.- L. Matthiesen e Salzmann, 2015; Ng e Rezaee, 2015; L. Matthiesen e Salzmann, 2015; Ng e Rezaee, 2015. Inoltre, Armitage e Marson (2007) dopo l'esecuzione di un sondaggio sostengono che una migliore disclosure ESG comporta maggior trasparenza, la quale riduce il rischio (il beta) e quindi di conseguenza anche il costo dell'equity. Questi risultati sono confermati anche dai seguenti autori, Borghesi, Houston, & Naranjo (2014); Crifo & Forget (2015); Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang (2011); El Ghoul, Guedhami, Kwok, & Mishra (2011) e Reverte (2012). *Figura 2.9.*

Studio	Metodologia	Raccolta dati	Campione	Periodo di tempo	Risultati
(Armitage & Marston, 2007)	Ricerca per sondaggio	16 interviste semi-strutturate	Direttori finanziari	Novembre 2005 - Giugno 2006	CE inferiore
(Borghesi et al., 2014)	Quantitativo (Regressione, Effetti fissi)	KLD Research & Analytics; database CRSP/Compustat	11.711 STATI UNITE aziende	1992 - 2006	CE inferiore
(Botosan, 2006)	Qualitativo				CE inferiore
(Crifo & Forget, 2015)	Qualitativo				CE inferiore
(Cuadrado-Ballesteros et al., 2016)	Quantitativo (modello di regressione multipla)	Thomson One Analytics; banca dati I/B/E/S	1.260 non società finanziarie quotate in borsa	2007 - 2014	CE inferiore
(Dhaliwal et al., 2011)	Quantitativo (modello di regressione)	KLD STATS, database Compustat I/B/E/S	11.925 RSI Rapporti	1993 - 2007	CE inferiore
(Ferris et al., 2017)	Quantitativo (modello di multi-regressione)	DataStream; Worldscope; database BoardEx di Management Diagnostic Limitata I/B/E/S	37.712 imprese in 52 paesi	1999 - 2012	CE inferiore
(Hung et al., 2013)	Quantitativo (metodo della differenza nelle differenze con un propensione e, punteggio abbinato procedura)	GTA, mercato della sicurezza e contabilità in Cina Ricerca (CSMAR)	3.723 imprese	2006 - 2010	Minore asimmetria informativa
(Lins & Servaes, di prossima pubblicazione)	Quantitativo (modello di differenza nelle differenze fissate effetto)	Compustat; Database MSCI ESG Stats	3.000 più grande Aziende statunitensi	2008 - 2009	Costo del capitale più basso
(M. L. Matthiesen & Salzmann, 2013)	Quantitativo (modello di multi-regressione)	Banca dati Thomson Reuters ASSET4; Sistema di stima dei broker istituzionali. Database I/B/E/S; DataStream	3.439 imprese in 42 paesi	2002 - 2013	Costo del capitale più basso
(Ng & Rezaee, 2015)	Quantitativo (PCA)	Database KLD, Compustat, CRSP	3.000 imprese	1991 - 2013	Costo inferiore di capitale
(Sharfham & Fernando, 2008)	Quantitativo (modello di regressione)	KLD Stat, Compustat; United Dati EPA TRI degli Stati; Bloomberg Financial Dataset	267 imprese statunitensi	Premio di rischio nel periodo 1872-2000	Costo del capitale più basso
(Reverte, 2012)	Quantitativo (modello di regressione)	Osservatorio sulle imprese Responsabilità sociale (OCSR); database JCF Quandt	Imprese spagnole quotate in borsa	2003 - 2008	Costo del capitale più basso
(El Ghoul et al., 2011)	Quantitativo (analisi di regressione multivariata)	KLD STATS; Thompson (I/B/E/S); Compustat	12.915 STATI UNITE aziende	1992 - 2007	Costo del capitale più basso

Figura 2.9: Revisione (Devalle, Alain, and Simona Fiandrino. 2017), campione in esame: relazione tra ESG e costo dell'equity (Devalle, Alain, and Simona Fiandrino. 2017. "ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where They Stand Nowadays Valter Cantino Full Professor of Accounting." *International Journal of Business and Social Science* 8 (5). <https://iris.unito.it/retrieve/e27ce42c-02cf-2581-e053-d805fe0acbaa/15.pdf>).

Se per quanto riguarda il costo dell'equity, gli studi della letteratura sostengono unanimemente che le pratiche ESG comportano una riduzione di quest'ultimo, stesso discorso non può essere fatto per il costo del debito, in quanto gli studi mostrano risultati eterogenei. Inoltre, vi è carenza di pubblicazioni che approfondiscono questo argomento (Erragragui, 2018). Gli studi possono essere divisi in due filoni principali, il primo si concentra sulle emissioni obbligazionarie e obbligazioni societarie (Chen, Kacperczyk, & Ortiz-Molina, 2012; Ge & Lui, 2015; Menz, 2010), il secondo sul debito privato e sui prestiti concessi dalle banche (Anis & Utama, 2016; E. W. Cooper & Uzur, 2015; Goss & Roberts, 2011; Hoepner et al., 2016). Per quanto riguarda il primo filone, sia lo studio di Chen

et al. (2012) sia lo studio di Ge & Lui (2015), riscontrano una riduzione dei rendimenti richiesti per le obbligazioni emesse da società attive sotto l'aspetto sostenibile. Risultati opposti sono riscontrati da Menz (2010), dopo aver analizzato la relazione tra spread obbligazionari in Europa e la CSR (Corporate Social Responsibility) ha notato un premio al rischio più alto per le società maggiormente impegnate in attività sostenibili e responsabili.

La maggior parte degli studi si focalizza principalmente sulla relazione tra attività sostenibili e responsabili praticate dalle imprese e costo dei prestiti a debito piuttosto che delle obbligazioni societarie. Goss e Roberts (2011) sostengono che, molto probabilmente, in parte tale fenomeno sia dovuto al fatto che le banche sono più efficienti rispetto ai mercati obbligazionari societari nel reperire informazioni del mutuatario, non solo all'inizio in fase di contratto, ma fino alla restituzione del prestito.

Gli istituti di credito possono contribuire alla diffusione di condotte ESG positive, attraverso l'aumento del costo del debito per le imprese che assumono una condotta scorretta oppure disinteressata nei confronti di tali temi. L'incentivo degli istituti di credito ad integrare informazioni ESG nella valutazione del merito di credito è la reazione negativa degli stakeholders nei confronti degli stessi, qualora dovessero essere facilitatori di condotte ESG negative. Dopo la firma della Dichiarazione delle banche sull'ambiente e lo sviluppo sostenibile del Programma delle Nazioni Unite per l'Ambiente (UNEP, 2012) molti istituti di credito hanno iniziato a considerare informazioni ESG nella valutazione del rischio. Thompson e Cowton (2004) hanno rilevato che il 60% degli istituti di credito del Regno Unito, adottava una politica formale nella concessione dei prestiti che integrava aspetti legati all'ambiente, alla responsabilità sociale e alla governance (ESG). Kitson (1996) documenta che, la Co-operative Bank nel Regno Unito non ha concesso dei prestiti a dei clienti a causa delle scarse performance in materia ESG.

Nonostante tali cambiamenti, nel mondo accademico, come già evidenziato, l'impatto delle pratiche ESG sul costo del debito è un argomento ancora dibattuto.

Gross e Roberts (2011) nella loro pubblicazione, sostengono che i finanziatori considerano la Corporate Social Responsibility (CSR) come un fattore meno importante dell'incidenza dei tassi di interesse rispetto ad altri fattori economici. Tuttavia, le preoccupazioni legate alla CSR sono considerate dai finanziatori dei rischi finanziari, e di conseguenza offrono contratti di prestito meno

vantaggiosi e più restrittivi a coloro che non soddisfano gli standard CSR; la sensibilità alle preoccupazioni relative alla CSR è maggiore quando i finanziatori firmano contratti di prestito senza avere garanzie o “sicurezze” in caso di mancato rimborso. Per quanto riguarda i punti di forza della CSR, le reazioni dei finanziatori dipendono dalla “qualità” del mutuatario. I mutuatari impegnati nella CRS e di bassa “qualità” sono puniti maggiormente rispetto ai mutuatari di alta “qualità”. Cooper e Uzur (2015) e Hoepner et al. (2016) documentano una correlazione negativa tra le attività sostenibili e responsabili e il costo del debito bancario. Anche Nandy e Lodh (2012), dopo l’analisi di tremila operazioni di prestito bancario effettuate negli Stati Uniti, scoprono che l’integrazione dei fattori ESG permette di negoziare contratti più favorevoli. Engelberg, Gao, e Parsons (2012) aggiungono che, tali costi si possono ridurre ulteriormente soprattutto se il rapporto tra la banca e il mutuatario si rafforza, quest’ultima è una conseguenza della riduzione dell’asimmetria informativa. *Figura 2.10.*

Gli autori Ye & Zhang, (2011), esaminando un campione della Cina, il più grande mercato emergente del mondo, e utilizzando sia il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS) che quello di regressione con variabili strumentali a due stadi, sostengono che, quando l'investimento nella responsabilità sociale d'impresa (CSR) delle aziende è inferiore al livello ottimale, il costo del debito diminuisce; ma, quando l'investimento nella CSR supera il livello ottimale, questa relazione si inverte, infatti le aziende con investimenti nella CSR estremamente bassi o estremamente elevati hanno probabilmente un costo del debito più alto. Inoltre, i risultati indicano che il livello di CSR ottimale per le piccole aziende è maggiore a quello delle grandi aziende.

Lo studio dell’autore Erragragui (2018) analizza in modo isolato i vari fattori ESG delle imprese per esaminare l’impatto diverso che ognuno di essi ha sulla percezione del rischio dei creditori. Dopo aver condotto un'indagine su un campione di 214 aziende statunitensi dal dicembre 2000 al dicembre 2011, è stato riscontrato che non tutti i fattori ESG influiscono sul costo del debito allo stesso modo; infatti, la scarsa performance di un’impresa relativa al fattore governance non ha alcun impatto sul costo del debito, mentre la scarsa performance relativa al fattore ambientale lo incrementa. In secondo luogo, i risultati confermano che una buona performance relativa sia al fattore di governance sia al fattore ambientale riduce il costo del debito delle imprese. Pertanto, i risultati mostrano un "paradosso della governance", per cui i punti di forza e le preoccupazioni relative alla governance non sono valutati allo stesso modo dai creditori. Anche gli autori Eliwa, Yasser, Ahmed Aboud, and Ahmed Saleh. (2019) hanno valutato in modo isolato l’impatto dei singoli fattori ESG sul costo del debito, scomponendo sia il punteggio complessivo della performance ESG

che quello della divulgazione ESG. Riguardo la scomposizione del punteggio della performance ESG, sia per il fattore ambientale che sociale è stata riscontrata una relazione negativa, ma stesso esito non si è verificato per il fattore governance, in quanto la correlazione non è risultata statisticamente significativa. In relazione al fattore governance, sia lo studio degli autori Eliwa, Yasser, Ahmed Aboud, and Ahmed Saleh. (2019) sia quello poc'anzi riportato di Erragragui (2018), per quest'ultimo solo per quanto riguarda la valutazione da parte dei creditori dei punti di debolezza inerenti al fattore di governance, non sono in linea con gli studi precedenti, dato che diversi studi dimostrano che una buona governance è associata sia ad un costo del debito più basso sia a rating di credito più elevati (Aman & Nguyen, 2013; Andrade, Bernile, & Hood, 2014). Questi dati suggeriscono la necessità di ulteriori ricerche su quanto i meccanismi di corporate governance impattino sul costo del debito. Riguardo la scomposizione del punteggio della divulgazione ESG, tutti i fattori ESG risultano inversamente correlati al costo del debito in modo significativo. Il fattore ambientale della divulgazione ESG è quello che ha un impatto maggiore sul costo del debito, seguito dal fattore di governance e sociale. Sulla base di tale risultato, si può dire che i finanziatori danno priorità alle informazioni ambientali nei loro processi di valutazione di merito del credito. Le imprese, che faticano a finanziare le attività ESG, dovrebbero destinare le limitate risorse alle sole attività ambientali. Gli autori Jung, Herbohn, & Clarkson, (2018) si sono concentrati sui potenziali vantaggi che potrebbero derivare dall'adozione di strategie aventi il fine di migliorare la sostenibilità ambientale aziendale, nello specifico si sono concentrati sulle strategie associate alla riduzione delle emissioni di carbonio. Hanno indagato se, i finanziatori incorporano l'esposizione di un'impresa al rischio associato al carbonio nel costo del finanziamento e, in tal caso, soprattutto se le aziende possono ridurre le sanzioni dimostrando la loro consapevolezza del rischio associato al carbonio. Per l'analisi è stato esaminato un campione di 255 osservazioni nel periodo 2009-2013. Sulla base delle emissioni di carbonio storiche di un'impresa è stata misurata l'esposizione al rischio associato al carbonio. Per misurare la consapevolezza di un'impresa del suo rischio associato al carbonio, gli autori si sono basati sulla volontà dell'azienda di rispondere al sondaggio del Carbon Disclosure Project (CDP). La CDP è un'organizzazione non profit internazionale che offre alle aziende, autorità locali etc. un sistema globale di misurazione e rendicontazione ambientale. I risultati mostrano una relazione positiva significativa tra rischio associato al carbonio e costo del debito per le imprese che non hanno risposto al sondaggio dell'organizzazione CPD (Carbon Disclosure Project). L'aumento di una deviazione standard dell'esposizione al rischio associato al carbonio causa un aumento del costo del debito di 38-62 punti base.

Studio	Metodologia	Raccolta dati	Campione	Periodo di tempo	Risultati
(Anis & Utama, 2016)	Quantitativo (<i>OLS e 2SLS con PLS</i>)	Pubblicata l'informativa sulla CSR e sul governo societario nel rapporto annuale	Industria manifatturiera (Indonesia Stock Scambio)	2011 - 2014	Effetto positivo indiretto RSI informazioni sul costo del debito
(Cooper & Uzur, 2015)	Quantitativo (<i>modello di regressione multipla</i>)	KLD Stat; Bloomberg; Mergent Fixed Income Securities Database;	Aziende statunitensi	2006 - 2013	Costo del debito più basso
(Ge & Lui, 2015)	Quantitativo (<i>modello di multi-regressione</i>)	Gruppo RiskMetrics; banca dati KLD STATS; Mergent Fixed Income Securities Database; Compustat	4.260 nuove emissioni obbligazionario da 2.317 imprese.	1992 - 2009	Emissione di obbligazioni a costi inferiori
(Goss & Roberts, 2011)	Quantitativo (<i>equazioni simultanee, regressioni con variabili strumentali e una Modello di selezione di Heckman</i>)	KLD Research and Analytics Inc.; Dealscan	3.996 prestiti	1991-2006	Prezzi dei prestiti più elevati
(Menz, 2010)	Quantitativo (<i>OLS - modello a effetti fissi, modello a effetti casuali</i>)	Sistema di indici Merrill Lynch	498 obbligazioni	2004 - 2007	Spread obbligazionario più alto
(Nandy & Lodh, 2012)	Quantitativo (<i>OLS; effetto fisso; test di Wald per confermare</i>)	Kinder, Lydenberg e Domini Research & Analytics, Inc.; Compustat; Dealscan database	3.000 STATI UNITI aziende	1991 - 2006	Minori costi di negoziazione del prestito
(Zeidan et al., 2015)	Qualitativo				Riduzione del costo del debito; <i>probabilità di default più bassa prevista</i>

Figura 2.10: Revisione (Devalle, Alain, and Simona Fiandrino. 2017), campione in esame: relazione tra ESG e costo del debito (Devalle, Alain, and Simona Fiandrino. 2017. "ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where They Stand Nowadays Valter Cantino Full Professor of Accounting." *International Journal of Business and Social Science* 8 (5). <https://iris.unito.it/retrieve/e27ce42c-02cf-2581-e053-d805fe0acbaa/15.pdf>).

2.5.1 L'impatto della divulgazione ESG sul costo del debito

La divulgazione ESG ha un impatto sul costo del debito molto più significativo rispetto alla performance ESG perché attraverso la comunicazione della performance ESG le imprese permettono di conoscere ciò che effettivamente fanno in relazione ai tre fattori ESG; invece, la

divulgazione ESG comprende informazioni aggiuntive come, ad esempio, i punti deboli ESG e come si intende mitigare gli impatti negativi causati da questi ultimi. Quindi la disclosure ESG comporta una riduzione dell'asimmetria informativa tra l'impresa e il finanziatore superiore rispetto alla comunicazione della performance ESG.

Ad esempio, Jung, Herbohn e Clarkson (2016), oltre a sostenere che le banche tengono conto dell'esposizione di un'impresa al rischio associato alle emissioni di carbonio nei loro processi decisionali sui prestiti, documentano che l'effetto negativo di questo rischio sul costo del debito dell'azienda, è mitigato quando quest'ultima dimostra consapevolezza del problema e mostra la volontà di affrontarlo attraverso la divulgazione di piani d'investimento in tecnologie verdi.

Dennis e Mullineaux (2000) evidenziano che, all'aumentare della trasparenza delle informazioni sull'impresa che richiede il prestito, il contratto di debito diventa più allettante per gli investitori.

Aman e Nguyen (2013) sostengono che un maggiore livello di divulgazione può mitigare i conflitti di agenzia; nello specifico, lo studio, approfondendo l'aspetto della governance, documenta che le imprese con una governance migliore possano accedere ai finanziamenti a un costo inferiore e richiedere importi maggiori.

Gao, Dong, Ni e Fu (2016), attraverso l'analisi di 61 imprese quotate alla Borsa di Amsterdam tra il 2004 e il 2012 hanno rilevato una correlazione negativa tra la disclosure della CSR (Corporate Social Responsibility) e il costo del debito. Attraverso l'analisi di un campione costituito da imprese statunitensi, gli autori Plumlee, Brown, Hayes e Marshall (2015) in un primo momento non hanno riscontrato una relazione significativa tra il livello complessivo di divulgazione volontaria di informazioni ESG, misurata utilizzando un indice coerente con il quadro di divulgazione della Global Reporting Initiative (GRI, 2006), e il costo del debito; ma dopo aver eseguito l'analisi valutando sia la natura (positiva, negativa, neutra) e il tipo di divulgazione ESG (soft, hard) hanno riscontrato che la divulgazione ESG soft e di alta qualità è negativamente e significativamente associata al costo del capitale.

2.5.2 L'effetto moderatore dell'informativa ESG sulla relazione tra performance ESG e costo del debito

Buona parte della divulgazione ESG non è regolamentata ma è volontaria. (Fatemi, Glaum, & Kaiser, 2017; Nazari, Hrazdil, & Mahmoudian, 2017), alcuni principi contabili impongono la divulgazione ESG, ma solo di specifiche informazioni ESG e tale imposizione è riservata solamente a imprese

aventi determinati requisiti. Ashforth e Gibbs (1990) riconoscono due approcci adottati dai manager relativamente alla disclosure ESG: il primo è l'approccio sostanziale, secondo tale approccio la divulgazione ESG rispecchia esattamente le attività ESG dell'impresa; l'approccio simbolico si verifica, invece, quando attraverso la disclosure ESG i manager comunicano un elevato impegno ESG anche quando la performance ESG non è delle migliori. Il secondo approccio è utilizzato dai manager per assecondare le aspettative della società a prescindere dall'impegno effettivo che un'impresa ha relativamente all'attività sostenibile e responsabile (Michelon, Pilonato, & Ricceri, 2015). Studi precedenti hanno riscontrato risultati contrastanti in merito alla relazione tra divulgazione ESG e performance ESG, con la maggior parte documentano una relazione positiva (Al-Tuwaijri et al., 2004; Clarkson et al., 2008; Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011; Lyon & Maxwell, 2011; Gao et al., 2016), mentre altri riscontrano una relazione negativa (Hughes, Anderson, & Golden, 2001; Patten, 2002).

Lo studio di Eliwa, Yasser, Ahmed Aboud, and Ahmed Saleh (2019), attraverso l'analisi di un campione costituito dalle imprese non finanziarie di 15 Paesi dell'Unione Europea, alcuni dei quali non sono stati considerati a causa della mancanza di osservazioni ed è stata inclusa la Norvegia dato che applica stessi principi e regolamenti contabili dei Paesi dell'Unione Europea, oltre a documentare una relazione negativa della performance ESG e della divulgazione ESG sul costo del debito, analisi eseguita in modo isolato per le due proxy delle pratiche ESG, hanno riscontrato che società con scarsa performance ESG tendono ad aumentare la divulgazione ESG per usufruire dei benefici associati ad una buona condotta ESG come, ad esempio, i costi di indebitamento inferiori. La disclosure ESG è utilizzata dalle imprese per migliorare la propria immagine ed usufruire dei vantaggi associati ad una buona performance ESG (Brown & Deegan, 1998; Cho & Patten, 2007; Dhaliwal, Li et al., 2011; Li, Gong, Zhang, & Koh, 2018). Indipendentemente dall'effettiva qualità delle loro pratiche ESG, le imprese potrebbero utilizzare la divulgazione ESG come "cheap talk" e cioè solo in apparenza (Cho, Laine, Roberts, & Rodrigue, 2015). Questa argomentazione è supportata dagli autori Chan et al. (2015), i quali sostengono che le imprese con una buona performance ESG, beneficiano di un costo del capitale inferiore solo quando hanno una positiva esposizione mediatica, e dallo studio degli autori Fatemi et. al. (2017); ma non supportata da Gao et al. (2016), i quali sostengono che vi è un'associazione negativa tra divulgazione della CSR e i costi del debito solo quando la performance della CSR è elevata.

2.5.3 L'effetto moderatore delle caratteristiche del Paese sulla relazione tra pratiche ESG e costo del debito

Alcune caratteristiche di un Paese, come la sostenibilità, l'orientamento agli stakeholders, il sistema giuridico, il sistema culturale, il sistema finanziario, il sistema politico, il sistema educativo e lavorativo possono condizionare oltre alla performance ESG (Ioannou e Serafeim 2012) e alla disclosure ESG (Baldini, Dal Maso, Liberatore, Mazzi e Terzani 2016) anche altri aspetti, come, ad esempio, il costo del debito.

Ad esempio, Dhaliwal, Li, Tsang, e Yang (2014) hanno riscontrato che la relazione negativa tra la divulgazione CSR e il costo del capitale proprio è più forte nei Paesi orientati agli stakeholder. I paesi con un orientamento agli stakeholder maggiore, come la Danimarca, hanno un costo del debito inferiore rispetto a quelli con un orientamento agli stakeholder minore, come la Grecia (Mitchell et al., 1997; Dhaliwal et al., 2012). Anche gli autori Eliwa, Yasser, Ahmed Aboud, and Ahmed Saleh. (2019) documentano che, la performance ESG e la disclosure ESG influiscono di più sul costo del debito nei paesi maggiormente orientati agli stakeholder. Il mercato premia l'attività ESG delle imprese attraverso la riduzione del costo del debito, in Paesi in cui gli stakeholders (dipendenti, consumatori, governo, società) hanno una maggiore influenza sulle decisioni operative delle imprese. Il mercato, quindi, svolge un ruolo importante nel motivare un'impresa ad impegnarsi in attività ESG.

I benefici quali liquidità del mercato e riduzione del costo del capitale, dopo l'adozione degli IFRS (International Financial Reporting Standards), sono stati rilevati solo nei Paesi in cui l'applicazione delle norme è efficace e le imprese sono incentivate ad essere trasparenti (Daske et al. 2008).

Gli autori Hoepner et al. (2016), dopo aver analizzato 470 contratti di prestito tra il 2005 e il 2012 con mutuatari operanti in tutti i settori principali e con sede in 28 Paesi sparsi nel mondo, sostengono che la sostenibilità di un Paese, considerando sia l'aspetto sociale che ambientale, è associata ad una riduzione del costo del debito. Nello specifico, un incremento di un'unità del punteggio di sostenibilità di un Paese causa una riduzione del costo del debito di 24 punti base. Inoltre, gli autori sostengono che, la dimensione ambientale di un Paese impatta circa il doppio sulla riduzione del costo del debito rispetto alla dimensione sociale.

2.6 La relazione tra l'integrazione dei fattori ESG e i clienti

La comprensione per un'azienda di come possa sfruttare le pratiche ESG per migliorare la propria immagine e reputazione, guadagnare la fiducia dei clienti e aumentare il coinvolgimento dei clienti, modificando l'atteggiamento e le intenzioni d'acquisto di questi ultimi, potrebbe offrire utili implicazioni di marketing.

2.6.1 L'impatto della CSR sulla fiducia dei clienti

La fiducia di un cliente per un marchio può essere definita come la convinzione di un consumatore che il marchio offrirà un prodotto della qualità prevista dal cliente stesso. Nelle decisioni d'acquisto la fiducia per un marchio riveste un ruolo importante e quest'ultima contribuisce alla costruzione dell'immagine e della reputazione che il cliente si crea di un determinato marchio (Sichtmann, C. 2007). Gli autori So, K. K. F., King, C., Sparks, B. A., & Wang, Y. (2016) e Cheng, J. C., Chen, C. Y., Yen, C. H., & Teng, H. Y. (2017) sostengono che, se un consumatore ha fiducia in un marchio avrà la tendenza oltre ad interagire di più con quello specifico marchio anche a far durare nel tempo rapporti di fedeltà con quest'ultimo. Inoltre, la fiducia del cliente può avere altri effetti positivi come, ad esempio, maggiore profitto, riduzione della sensibilità al prezzo, maggiori riscontri positivi etc.

Quando un marchio rispecchia valori e interessi di un consumatore, quest'ultimo lo troverà più affidabile, quindi avrà maggior fiducia, e lo troverà più interessante. Pivato, S., Misani, N., & Tencati, A. (2007) e Mombeuil, C., & Fotiadis, A. K. (2017) sostengono che i clienti sensibili alle questioni ambientali e sociali percepiranno in modo positivo gli sforzi in temi di responsabilità sociale e ambientale fatti dalle imprese. Gli autori Pivato, S., Misani, N., & Tencati, A. (2007), nella loro pubblicazione, si sono posti il fine di indagare se esiste una correlazione tra la CSR (Corporate Social Responsibility) e la creazione di fiducia tra gli stakeholders, attraverso un'indagine condotta su consumatori di prodotti biologici, un campione sensibile alle questioni ambientali e sociali. I risultati hanno dimostrato che la CSR (Corporate Social Responsibility) influenza la fiducia dei clienti e che quest'ultima a sua volta influenza le azioni successive come, ad esempio, acquisti futuri, riscontri positivi etc. Gli autori Mombeuil, C., & Fotiadis, A. K. (2017) hanno scoperto che la qualità del servizio, la soddisfazione e la fiducia del cliente sono positivamente correlate alla percezione della CSR (Corporate Social Responsibility) dei consumatori. Questo studio è stato condotto ad Haiti, Paese in via di sviluppo, caratterizzato da problematiche quali, gravi danni ambientali, crisi economiche, disuguaglianze sociali etc. In un contesto di questo tipo, sicuramente si è maggiormente riconoscenti nei confronti di chi si occupa di questioni ambientali e sociali.

Gli autori Marin et al. (2009) sostengono che la CSR sia associata ad una maggiore fidelizzazione dei clienti, sia perché i clienti sviluppano una valutazione aziendale migliore, sia perché si identificano maggiormente con l'azienda. Inoltre, sostengono che, quanto più i consumatori si identificano in un'impresa che promuove iniziative di CSR, tanto più questi ultimi sono propensi ad essere fedeli.

Gli autori Poolthong e Mandhachitara (2009) hanno riscontrato che la CSR (Corporate Social Responsibility) impatta, in modo rilevante, sulla qualità del servizio percepita, elemento chiave nella valutazione complessiva di un'impresa da parte dei clienti e aspetto cruciale per il successo a lungo termine di un'impresa. Quest'ultima a sua volta influenza la fiducia dei clienti e il "brand effect", quanto più quest'ultimo è forte tanto più un marchio potrà creare una connessione emotiva con i consumatori e quindi influenzare le decisioni di acquisto di questi ultimi. Gli autori dopo qualche anno, nel 2011, utilizzando la medesima metodologia, hanno testato la relazione tra responsabilità sociale d'impresa e la lealtà attitudinale, riscontrando un'associazione positiva. La lealtà attitudinale del cliente è una forma di fedeltà che non si traduce necessariamente in acquisti o comportamenti immediati, ma è basata sulla predisposizione del cliente a essere fedele a un marchio o a un'azienda nel lungo periodo. In altre parole, un cliente con lealtà attitudinale ha un'alta considerazione per il marchio, un atteggiamento positivo verso di esso e potrebbe essere incline a scegliere quel marchio in futuro, anche se al momento non compie acquisti frequenti. Questa forma di lealtà è importante perché indica una connessione emotiva e un'aderenza mentale al marchio. I clienti con lealtà attitudinale possono essere più resistenti alle influenze dei concorrenti e possono essere disposti a rimanere fedeli al marchio anche in situazioni in cui potrebbero sperimentare un servizio o un prodotto migliore altrove. Tuttavia, è importante notare che la lealtà attitudinale da sola potrebbe non garantire l'effettiva frequenza degli acquisti, ma è un passo importante verso la creazione di relazioni durature con i clienti. Gli autori, inoltre, documentano che la qualità percepita del servizio influenza la relazione tra la CSR e la fedeltà comportamentale; quest'ultima fa riferimento al comportamento di un consumatore di continuare ad acquistare un prodotto o un servizio nel tempo, è un aspetto importante nelle strategie di marketing, in quanto il mantenimento di clienti fedeli può essere meno dispendioso e più efficiente rispetto all'acquisizione di nuovi clienti. La responsabilità sociale d'impresa (CSR) percepita dal consumatore influenza la soddisfazione e la fedeltà post-recupero dei clienti, questa associazione positiva tra le due variabili è documentata dagli autori Mobin Fatma et al. (2016), dopo aver intervistato i clienti di un hotel che hanno subito un'interruzione del servizio nell'anno precedente. La fedeltà post-recupero del cliente, si riferisce alla misura in cui un cliente, che ha avuto un'esperienza negativa o un problema con un'azienda

decide di continuare ad acquistare o ad usufruire del servizio dopo che il problema è stato risolto; è una misura dell'abilità dell'impresa di saper mantenere i clienti anche dopo esperienze negative.

Gli autori Wilert Puriwat e Suchart Tripopsakul (2023), hanno condotto una ricerca empirica quantitativa utilizzando un questionario online per esaminare non solo l'impatto delle pratiche ESG sulla fedeltà dei clienti ma anche l'impatto delle pratiche ESG sull'amore dei clienti verso il marchio. I risultati, basati su un campione di 156 intervistati thailandesi, mostrano che le pratiche ESG sono correlate in modo significativo e positivo all'amore e alla fedeltà dei clienti verso il marchio. L'amore per il marchio fa riferimento all'attaccamento emotivo e alla lealtà che i consumatori provano verso uno specifico marchio, questo legame emotivo porta ad acquisti ripetuti e al passaparola positivo. Gli effetti dei criteri ESG sull'amore e sulla fedeltà al marchio sono maggiori per gli intervistati con un basso "product engagement" rispetto a quelli con un elevato "product engagement". Inoltre, è stato riscontrato che l'effetto dei criteri ESG sull'amore per il marchio è più forte tra i gruppi di età più giovani rispetto a quelli più anziani.

Sebbene la relazione tra CSR e fiducia dei clienti sia più forte nei casi in cui i clienti sono più sensibili alle questioni ambientali e sociali, gli ultimi studi riportati hanno dimostrato l'esistenza di questa relazione anche in casi in cui gli intervistati provengono da una vasta gamma di contesti, come i clienti delle banche e degli hotel.

2.6.2 L'impatto della CSR sul coinvolgimento dei clienti

Il coinvolgimento del cliente è descritto da van Doorn et al. (2010) nel seguente modo: "il coinvolgimento del cliente è l'insieme delle espressioni comportamentali dei clienti verso il marchio, che vanno oltre l'acquisto e sono guidate da impulsi motivazionali". Hollebeek (2011a) e Vivek et al. (2012) sostengono che, il coinvolgimento del cliente può migliorare, la percezione del valore di un marchio, la fiducia dei clienti, la soddisfazione dei clienti, promuovere una maggiore connessione emotiva tra un'azienda e i clienti e incrementare il passaparola positivo. Anche gli autori Brodie, R. J., Ilic, A., Juric, B., & Hollebeek, L. (2013) documentano che, il maggiore coinvolgimento di un cliente per un brand influisce positivamente sulla fiducia nel marchio (Brodie, R. J., Ilic, A., Juric, B., & Hollebeek, L. 2013). Non solo, il maggior coinvolgimento di un cliente comporta un maggior apprezzamento per il marchio del quale il cliente è coinvolto, e tale apprezzamento spinge il

consumatore ad essere più fedele nei confronti del marchio (So, K. K. F., King, C., & Sparks, B. (2014); Vivek, S. D., Beatty, S. E., & Morgan, R. M. (2012).

Gli autori Agyei, J., Sun, S., Penney, E. K., Abrokwah, E., & Ofori-Boafo, R. (2021), analizzando i dati dei sondaggi di 293 clienti di diverse compagnie assicurative, hanno esaminato sia l'impatto della CSR (Corporate Social Responsibility) sul coinvolgimento dei clienti, sia l'effetto moderatore dell'identificazione del marchio del cliente e della soddisfazione del cliente sulla relazione tra CSR e coinvolgimento del cliente. L'identificazione del marchio del consumatore è un processo attraverso il quale un'impresa prova a comprendere e definire l'identità del suo marchio dal punto di vista del cliente. I risultati mostrano che la CSR, l'identificazione del marchio del cliente e la soddisfazione del cliente sono fattori che influenzano notevolmente il coinvolgimento del cliente. Inoltre, i risultati mostrano che, la CSR ha un impatto significativo sull'identificazione del marchio del cliente e sulla soddisfazione del cliente; quindi, la soddisfazione del cliente e l'identificazione del marchio del cliente svolgono un effetto di mediazione significativo nel rapporto tra CSR e coinvolgimento del cliente. Questi risultati sottolineano che, la CSR (Corporate Social Responsibility) influenzando in modo significativo il coinvolgimento del cliente fornisce un vero vantaggio competitivo, dato che il coinvolgimento del cliente, a sua volta, provoca un incremento del fatturato, ciò giustifica l'impegno delle aziende nel voler creare dei legami con i clienti. Gli autori Chomvilailuk, R., & Butcher, K. (2018), dopo aver analizzato 258 risposte fornite dai clienti di provider di servizi di telefonia mobile, documentano che, sebbene un gran numero di utilizzatori di dispositivi mobili non siano interessati alle attività di comunicazione della RSI, non tutti i segmenti di mercato mostrano mancanza di coinvolgimento; infatti alcuni hanno mostrato riconoscenza e apprezzamento per l'impegno di un'azienda nel sociale. Coloro che percepiscono che l'azienda stia facendo qualcosa di positivo per la comunità o per un beneficiario specifico, si mostrano altamente coinvolti. Questo coinvolgimento può tradursi in una maggiore fedeltà del cliente e in una migliore percezione dell'azienda stessa. Quindi, il valore comunitario percepito è un fattore che influenza positivamente il coinvolgimento del cliente.

Anche gli studi degli autori Chu, S. C., Chen, H. T., & Gan, C. (2020), Gaol, F. L., Denavi, M., Danny, J., Anggaragita, B. D., Hartanto, A., e Matsuo, T. (2022), hanno identificato una relazione tra coinvolgimento dei clienti e responsabilità sociale;

Lo studio di Suchart Tripopsakul e Wilert Puriwat (2022) approfondisce, la relazione sia tra le pratiche ESG e la fiducia nel marchio, sia tra le pratiche ESG e il coinvolgimento dei clienti. Lo strumento di ricerca impiegato in questo studio è stato un questionario online. Per individuare un campione adeguato, gli intervistati sono stati sottoposti ad un primo screening con domande di selezione. Ed infine, per l'analisi dei 175 questionari ottenuti è stato applicato il modello di equazione strutturale ai minimi quadrati parziali (PLS-SEM), modello predittivo alternativo alla regressione ordinaria dei minimi quadrati (OLS). La maggioranza del campione è costituito da soggetti di genere femminile (51,8%), con una laurea (50,4%), nel range 26-35 anni (31,3%) e di stato civile celibe (52,6%). Il fattore ambientale ha un grande impatto sul coinvolgimento dei clienti e sulla fiducia nel marchio. Il fattore sociale ha un grande impatto sul coinvolgimento dei clienti e un impatto medio sulla fiducia nel marchio. Il fattore governance ha un lieve impatto sia sulla fiducia nel marchio sia sul coinvolgimento dei clienti. Il coinvolgimento del cliente ha un grande impatto sulla fiducia nel marchio. Il fattore ESG che ha maggiore impatto sulla fiducia nel marchio è il fattore ambientale, seguito da quello sociale e da quello di governance. Tale risultato è in linea con lo studio di Lii, Y. S., e Lee, M. (2012), il quale evidenzia come i diversi fattori ESG hanno un impatto diverso sul comportamento dei consumatori. Invece, il fattore ESG che ha impatto maggiore sul coinvolgimento dei clienti è il fattore sociale, seguito da quello ambientale e di governance. Questi risultati possono aiutare le aziende a decidere su quali fattori ESG concentrarsi maggiormente ed enfatizzare per conquistare il coinvolgimento dei clienti e la fiducia nel marchio, valutando quello che è l'andamento attuale e apportando miglioramenti nel modo più adeguato.

2.6.3 L'impatto della CSR sull'immagine del marchio

La CSR influenza in modo diretto anche l'immagine del marchio. L'immagine del marchio fa riferimento alla percezione che i consumatori hanno del marchio. Un'azienda di successo cerca di gestire in modo efficace l'immagine del marchio, in modo che sia congruente con gli obiettivi e i valori del marchio stesso; il fine è quello di attrarre e fidelizzare i clienti.

Lo studio degli autori Wilert Puriwat e Suchart Tripopsaku (2022) documenta che le pratiche ESG impattano in modo significativo l'immagine del marchio e le intenzioni di acquisto dei clienti. Per effettuare l'analisi sono stati intervistati 168 consumatori thailandesi tramite un questionario online. Attraverso la modellazione di equazione strutturali (SEM) sono state verificate le ipotesi ed è stato

verificato il quadro concettuale dello studio. Le attività sociali svolgono il ruolo più significativo nella percezione del marchio (immagine del marchio) come conseguenza delle attività ESG, seguite dalle attività ambientali e di governance. Per quanto riguarda le intenzioni di acquisto dei clienti, l'impatto più forte è causato dalle attività ambientali, seguite dalle attività sociali e di governance. Inoltre, l'analisi della moderazione ha rilevato che, a seconda del sesso, dell'età e del livello di istruzione, gli effetti delle attività ESG sull'immagine del marchio e sulle intenzioni di acquisto variano.

Anche lo studio degli autori Lee, H. J., & Rhee, T. H. (2023) ha esaminato, in modo empirico, gli effetti delle pratiche ESG sull'immagine del marchio, l'atteggiamento dei clienti verso il marchio, l'attaccamento dei consumatori al marchio e la fedeltà dei consumatori al marchio. Lo studio ha scoperto che l'immagine del marchio, l'atteggiamento verso il marchio e l'attaccamento al marchio non sono stati influenzati positivamente dalle attività ambientali. È stato scoperto che le attività sociali e di governance migliorano l'immagine del marchio e l'atteggiamento dei consumatori verso il marchio. Inoltre, gli autori documentano che, le azioni sociali e di governance influenzano la fedeltà dei clienti verso il marchio attraverso, l'immagine del marchio, l'atteggiamento dei consumatori verso il marchio e l'attaccamento al marchio.

Dato il costante cambiamento ed incremento delle aspettative in merito alle tematiche ESG, le imprese devono impegnarsi ed imparare a comunicare con tutti i consumatori, ed in generale con tutti gli stakeholders, nel modo più adeguato ed efficace.

CAPITOLO III: Criticità nella valutazione degli investimenti sostenibili

Studi accademici documentano che l'integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale non sempre porta benefici, ma ad essa sono associati anche notevoli costi e svantaggi (Boyle et al., 1997, Vance, 1975; Brammer, Brooks e Pavelin, 2006). Ad esempio, Friedman (1970) crede che l'impegno di un'impresa nell'integrazione dei fattori ESG comporti inevitabilmente un aumento dei costi. Per tale ragione le imprese impegnate nell'integrazione dei fattori ESG sono finanziariamente svantaggiate (Awaysheh et al., 2020; Margolis & Walsh, 2003; Zhao & Murrell, 2016). Friedman (1962) affermò quanto segue: " C'è una e una sola responsabilità sociale delle imprese: usare le proprie risorse e impegnarsi in attività volte ad aumentare i propri profitti, a patto che rimangano

all'interno delle regole del gioco, ovvero che si impegnino in una concorrenza aperta e libera senza inganni o frodi"⁵. Gli studi esistenti (Gao Shang, Meng Fanchen, Wang Wenshuai, Chen Wenxin ,2023; Marcia Millon Cornett, Otgontsetseg Erhemjamts, Hassan Tehranian,2016) che dimostrano l'esistenza di una relazione positiva tra la CSR e la performance finanziaria non considerano gli investimenti in ricerca e sviluppo necessari per integrare le pratiche ESG nelle attività aziendali; in realtà, gli investimenti in ricerca e sviluppo sono un fattore determinante della performance aziendale. A causa di tali inesattezze, l'entità degli effetti finanziari derivanti dalle iniziative di responsabilità sociale aziendale potrebbe essere stata valutata, erroneamente, in modo maggiore di quanto dovrebbe essere; quando il modello è definito in modo appropriato, la responsabilità sociale d'impresa ha un impatto neutro sulla performance finanziaria (McWilliams, Abigail, and Donald Siegel, 2000). Un altro problema associato agli investimenti ESG/CSR è relativo ai punteggi attribuiti alle imprese dalle società che si occupano di assegnare rating ESG/CSR. Nonostante le diverse agenzie di rating ESG/ CSR utilizzino metodologie sofisticate per l'assegnazione dei punteggi, la valutazione della responsabilità sociale d'impresa è una misura difficile da stabilire in modo affidabile, e le divergenze nell'assegnazione dei punteggi tra le varie società di rating sono ampiamente documentate (Cregan et al., 2023; Florian Berg et al., 2022; Chatterji, Aaron K. et al., 2016; Capizzi, V. , Gioia, E. et al., 2021; Billio, Monica et al., 2021).; per tale ragione, i fruitori dovrebbero prendere con cautela le decisioni basate su tali dati. Gli accademici dovrebbero interpretare i risultati empirici prudentemente e utilizzare schemi di rating multipli negli studi relativi ai temi ambientali, sociali e di governance (Chatterji, A., Durand, R., Levine, D., & Touboul, S., 2014). L'espansione dei mercati verdi è stata seguita dalla diffusione del fenomeno del greenwashing. Gli autori Delmas M. e Burbano V (2011) forniscono la seguente definizione di greenwashing: "il greenwashing è l'intersezione di due comportamenti aziendali: una scarsa performance ambientale e una comunicazione positiva sulla performance ambientale"⁶. Quest'ultimo causa una molteplicità di costi e svantaggi come, ad esempio, la perdita di clienti e quote di mercato a seguito della mancanza di fiducia e della diminuzione della reputazione

⁵ Friedman, Milton. "VIII SHOULD THERE BE AN INDEPENDENT MONETARY AUTHORITY?". *In Search of a Monetary Constitution*, edited by Leland B. Yeager, Cambridge, MA and London, England: Harvard University Press, 1962, pp. 219-243. <https://doi.org/10.4159/harvard.9780674434813.c9>

⁶ Delmas M, Burbano V (2011) The drivers of greenwashing. *Calif Manag Rev* 54(1):64-87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64> (p.65).

dell'impresa. Inoltre, i teorici della *teoria dell'agenzia* sostengono che la Corporate Social Responsibility (CRS) impatta sui costi, in quanto i manager, adottando un comportamento egoistico, sono portati a servirsi delle pratiche ESG per massimizzare i propri guadagni personali (Brammer & Millington, 2008; Jensen & Meckling, 1976).

Il fine del presente capitolo è quello di approfondire due dei principali svantaggi associati all'integrazione dei fattori ESG nella strategia aziendale: l'assenza di metriche standardizzate per la misurazione dei fattori ESG e il fenomeno del greenwashing.

3.1 Assenza di metriche standardizzate per la misurazione dei fattori ESG

Secondo gli autori Cornell, Bradford, and Aswath Damodaran (2020) verificare se la Corporate Social Responsibility paga ed apporta dei vantaggi è difficile. Uno dei motivi che spinge questi ultimi a sostenere tale affermazione è associata alla mancanza di metodi di misurazione standardizzati della CRS. Ritengono che non possa esserci un consenso unanime "sulla bontà di un'impresa", dato che quest'ultima può essere misurata da società diverse che utilizzano metriche e misure differenti. Come già discusso nel primo capitolo, possono esserci valutazioni delle pratiche ESG/CSR relative ad un'impresa differenti e molto discordanti in base a chi effettua tale valutazione. Tale fenomeno non può verificarsi per le misure finanziarie. Un'impresa può essere considerata una "buona impresa" da una società di rating ESG, ma allo stesso tempo essere definita una "cattiva impresa" da un'altra società di rating ESG. Li e Polychronopoulos (2020) documentano che, alla fine del 2019 avevano identificato 70 aziende che forniscono un rating ESG, non includendo organizzazioni come, banche d'investimento, organizzazioni governative e di ricerca, le quali conducono ricerche ed indagini relative ai fattori ESG, dalle quali possono essere ricavate informazioni per creare rating personalizzati. Secondo gli autori, quindi, i risultati della moltitudine di pubblicazioni che documentano una correlazione positiva tra le pratiche ESG ed una qualsiasi variabile finanziaria come performance finanziaria, costo del debito etc. o non finanziaria sono da interpretare con particolare attenzione. Ad esempio, gli autori Fitzgibbons e Pomorski (2019) hanno riscontrato che una buona governance sia associata a tassi di rendimento contabile più alti, ma tale risultato non è robusto al variare delle misure dei fattori ESG e al variare delle diverse metriche di redditività.

Florian Berg, Julian F Kölbl e Roberto Rigobon (2022), usufruendo dei dati di sei importanti agenzie di rating ESG: Kinder, Lydenberg e Domini (KLD), Sustainalytics, Moody's ESG (Vigeo-Eiris), S&P Global (RobecoSAM), Refinitiv (Asset4) e MSCI, hanno scoperto che il diverso sistema di misurazione

utilizzato dalle varie agenzie di rating contribuisce al 56% della divergenza, il diverso peso associato ad ogni categoria contribuisce al 6% e i diversi ambiti considerati al 38%. Inoltre, hanno scoperto che il sistema di misurazione di categorie specifiche è influenzato dalla visione d'insieme di un'impresa da parte del valutatore. Anche gli autori Chatterji, Aaron K., Rodolphe Durand, David I. Levine, and Samuel Touboul (2016), considerando le medesime agenzie di rating dello studio di Florian Berg, Julian F Kölbl e Roberto Rigobon (2022), sostengono che le valutazioni assegnate da queste ultime non sono valide perché la mancanza di convergenza tra i rating permane anche quando si tiene conto delle diverse definizioni della CSR utilizzate dai valutatori nell'assegnazione del rating. Esistono diverse società che nonostante avessero rating CSR elevati sono state coinvolte in scandali, e società alle quali sono stati assegnati rating CSR molto diversi tra loro da società di rating differenti. Capizzi, V. , Gioia, E. , Giudici, G. , e Tenca, F. (2021), utilizzando un campione di aziende italiane ed esaminando sei rating diversi, hanno riscontrato che la differenza tra i punteggi ESG assegnati alle imprese dalle diverse società di rating ESG è principalmente influenzata dalla divergenza dei pesi assegnati sia ad ogni pilastro ESG sia ad ogni categoria, e dagli indicatori sociali e di governance utilizzati nel calcolo dei punteggi. Gli autori hanno trovato correlazioni tra coppie di rating che variano da un valore minimo di 0,03 a un valore massimo di 0,04; le correlazioni tra i diversi punteggi ESG esistono, ma sono deboli. Billio, Monica, Michele Costola, Iva Hristova, Carmelo Latino, e Lorian Pelizzon (2021) hanno riscontrato una correlazione tra i rating di quattro società di rating ESG, che varia da 0,43 a 0,69. Berg et al. (2022) hanno rilevato correlazioni tra i punteggi ESG di sei società di rating ESG che variano da un valore minimo pari a 0,38 a un valore massimo pari a 0,71.

Ventura Charlin , Arturo Cifuentes e Jorge Alfaro (2022), analizzando i rating forniti da ISS, MSCI, S&P e Sustainalytics e utilizzando le tecniche della teoria della misurazione, hanno scoperto che il livello di affidabilità dei rating è uguale al 18% e il livello di concordanza è pari al 5,4%. Tali risultati, che sono estremamente bassi, sollevano dubbi sulla credibilità di tali rating come strumento affidabile per valutare la sostenibilità delle imprese.

Cregan, Charlie, J. Andrew Kelly, and J. Peter Clinch. (2023) oltre a documentare una divergenza nei punteggi attribuiti alle aziende dalle diverse società di rating, hanno scoperto che i punteggi relativi alle emissioni di carbonio e all'impatto ambientale di un'impresa potrebbero non riflettere accuratamente la reale quantità di emissioni di carbonio o degli impatti ambientali. Questo fenomeno può esser causato da una valutazione inaccurata delle pratiche ambientali da parte di

società di rating ESG e può impedire o ritardare il processo di integrazione di dati e considerazioni ambientali nelle decisioni finanziarie e d'investimento. Delmas, Magali, e Vered Doctori Blass (2010), esaminando i rating ESG di 15 aziende operanti nel settore chimico, documentano che le valutazioni assegnate ad un'impresa cambiano in modo rilevante a seconda di quali delle seguenti informazioni sono prese in considerazione: le emissioni tossiche e la conformità alle normative ambientali o la qualità delle politiche sostenibili e della divulgazione ambientale. Inoltre, gli autori hanno scoperto che, le aziende che implementano approcci più avanzati nella comunicazione e nella gestione ambientale spesso presentano livelli di emissioni tossici più elevati e una minore conformità alle normative ambientali. Sembra esserci una correlazione tra una gestione ambientale avanzata e una peggiore performance ambientale in termini di emissioni e conformità.

Dane M. Christensen , George Serafeim e Anywhere Sikochi (2022) documentano che il disaccordo sul rating ESG aumenta a seguito di una maggiore divulgazione ESG e che i valutatori sono più inclini a divergere nelle loro opinioni sulla valutazione dell'effettivo impatto dei risultati conseguiti da un'azienda in campo ESG, piuttosto che sulla valutazione delle politiche stesse. Inoltre, hanno scoperto che un maggiore disaccordo ESG provoca una maggiore volatilità dei rendimenti delle aziende e una minore probabilità che queste ultime ricevano finanziamenti esterni; le imprese potrebbero essere considerate più rischiose, a causa della mancanza di consenso o di chiarezza nella valutazione della performance ESG. Rajna Gibson Brandon , Philipp Krueger e Peter Steffen Schmidt (2021) hanno esaminato la correlazione tra il livello di disaccordo dei rating ambientali, sociali, e di governance (ESG) e i rendimenti azionari, utilizzando i rating ESG di sette diverse società per un gruppo di aziende quotate nell'indice S&P 500 tra il 2010 e il 2017. I risultati hanno rilevato che i rendimenti azionari sono positivamente correlati con il disaccordo dei rating ESG, suggerendo che le aziende con un maggiore disaccordo tra le valutazioni ESG potrebbero avere un premio al rischio più elevato. Questa relazione è stata principalmente influenzata dal disaccordo nella valutazione della dimensione ambientale delle aziende. Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A. e Tarelli, A. (2021) hanno scoperto che, in condizioni di incertezza ESG, il premio al rischio richiesto dal mercato aumenta, mentre la domanda di azioni si riduce; Inoltre, gli autori documentano che il disaccordo sui rating ESG aumenta i coefficienti alfa e beta nel contesto del Capital Asset Pricing Model (CAPM). L'incertezza ESG, quindi, influenza in modo significativo sia il rendimento che la sensibilità di un titolo alle fluttuazioni di mercato. Questo potrebbe essere dovuto al fatto che l'incertezza rende più difficile prevedere la performance di un titolo. Inoltre, il disaccordo tra i rating ESG rende più difficile la valutazione della performance ESG di società, fondi e portafogli e riduce

gli incentivi delle società a migliorare la propria performance ESG (Florian Berg, Julian F Kölbl, Roberto Rigobon, 2022).

Sempre di più, attori chiave come manager, investitori etc. basano le loro decisioni sui rating ESG, per tale ragione lo scetticismo sull'accuratezza e l'affidabilità dei rating ESG rappresentano un rischio rilevante per la sostenibilità e per il valore del settore dei rating ESG (Cregan, Charlie, J. Andrew Kelly, and J. Peter Clinch. ,2023). La divergenza dei rating ESG introduce incertezza in qualsiasi decisione basata su di essi; quindi, rappresenta una sfida per un'ampia gamma di decisori. Infine, il disaccordo dei rating ESG rappresenta una sfida per la ricerca empirica, poiché la scelta di quale rating utilizzare può portare a risultati divergenti nelle analisi. Questa variabilità rende complesso ottenere conclusioni coese e affidabili nelle ricerche che si basano su dati ESG, perché i dati potrebbero essere influenzati dalle scelte del rating ESG utilizzato.

3.1.1 Sfide da affrontare per valutazione della CSR

Di seguito saranno presentate le principali sfide da affrontare per la valutazione della CSR. *Figura 3.1.*

3.1.1.1 Mancanza di standardizzazione e mancanza di credibilità delle informazioni

Nonostante la diffusione delle valutazioni della CSR (Corporate Social Responsibility), vi è una mancanza di standardizzazione dovuta ai vari interessi e percezioni, sia tra coloro che valutano sia tra i diversi stakeholder. Inoltre, anche le valutazioni che trattano gli stessi argomenti e interessi utilizzano misure diverse e metodologie proprie, contribuendo alla mancanza di uniformità nel settore (Sadowski, Whitaker, Lee e Ayars, 2011). Le modalità con le quali le imprese registrano, misurano, documentano e comunicano le attività sostenibili e gli impatti ambientali sociali e di governance, variano notevolmente tra le imprese (Schaltegger, 1997). Le misurazioni delle questioni sostenibili e la valutazione dell'impatto della CSR sul successo aziendale sono complesse e mancano di organizzazione e di una struttura sistematica. Di conseguenza, i dati su cui si basano i rating potrebbero non essere facilmente comparabili, influenzando la qualità e la precisione dei risultati dei rating.

Le informazioni utilizzate dalle agenzie di rating per valutare le pratiche di CSR (Corporate Social Responsibility) provengono direttamente dalle dichiarazioni e comunicazioni fornite volontariamente dalle stesse aziende. Tuttavia, questo approccio può sollevare questioni sulla soggettività e sull'obiettività delle informazioni, perché le aziende potrebbero avere un interesse a presentare le proprie attività in modo positivo. L'incentivo dei manager a presentare positivamente le pratiche aziendali può portare a una divulgazione selettiva, limitando la completezza delle informazioni sulla CSR (Corporate Social Responsibility). Per tale ragione, molte società di valutazione utilizzano informazioni accessibili al pubblico, come ulteriore fonte per verificare i dati forniti dalle aziende (Beloe, Seb, Jan Scherer e Ivo Knoepfel.,2004); questo approccio mira a garantire maggiore accuratezza e affidabilità nelle valutazioni, considerando fonti esterne per confermare o contestare le informazioni fornite direttamente dalle aziende. Le fonti esterne da cui le società di rating possono attingere ulteriori informazioni relative la CSR, possono essere fornite da organizzazione come, ad esempio, agenzie governative, agenzie di regolamentazione, organizzazioni industriali etc. Tuttavia, le aziende sono attualmente la fonte predominante di informazioni.

3.1.1.2 Pregiudizi e compromessi

I metodi di valutazione della CSR possono essere influenzati da "pregiudizi" che possono compromettere la neutralità e l'oggettività dell'analisi. Ad esempio, se un approccio di valutazione ha determinati criteri o presupposti impliciti, potrebbe favorire alcune dimensioni (ambientale, sociale ed economica), aziende e/o settori rispetto ad altri, introducendo distorsioni nei risultati.

Schäfer, Henry, Jana Beer, Jan Zenker e Pedro Fernandes (2006) documentano che molte valutazioni della CSR presentano una diseguale enfasi su una specifica dimensione, sia essa ambientale, sociale o economica. Questo squilibrio può derivare da un'eccessiva attenzione a una particolare area a scapito delle altre. Durante il processo di valutazione, le società di rating dovrebbero considerare e bilanciare la dimensione ambientale, sociale ed economica; il bilanciamento delle tre dimensioni è cruciale per ottenere una valutazione completa e equilibrata delle pratiche aziendali in termini di sostenibilità. Nei rating convenzionali si pone molta enfasi all'aspetto economico; questo potrebbe influenzare negativamente l'equilibrio e la completezza della valutazione della sostenibilità complessiva delle aziende coinvolte; ad esempio, Fowler, Stephen J. e Chris Hope (2007) documentano che il SAM (Sustainable Asset Management) non tiene conto in modo bilanciato delle

tre dimensioni della sostenibilità. Il SAM cerca di identificare le imprese che non solo adottano pratiche sostenibili, ma che sono anche in grado di tradurre tali pratiche in benefici tangibili per gli investitori (Schäfer, Henry, Jana Beer, Jan Zenker e Pedro Fernandes, 2006). Anche la missione dell'azienda KLD Research and Analytics (ora parte di MSCI Inc.) è la medesima del SAM, cioè servire gli investitori (Chatterji, Aaron K., David I. Levine e Michael W. Toffel, 2009). Beloe, Seb, Jan Scherer e Ivo Knoepfel (2004), Fowler, Stephen J. e Chris Hope (2007), Schäfer, Henry, Jana Beer, Jan Zenker e Pedro Fernandes (2006) criticano questo approccio adottato dalle società di rating; gli autori evidenziano che le valutazioni dovrebbero essere adattate per rispondere alle esigenze e agli interessi di vari stakeholder e non solo degli investitori.

Oltre a dare una maggiore enfasi alla dimensione economica, la maggior parte dei rating come, ad esempio, l'indice DJSI, si concentrano sulle aziende leader nella sostenibilità e sulle grandi aziende; sono trascurate le piccole e medie imprese e le aziende dei Paesi emergenti (Beloe, Seb, Jan Scherer e Ivo Knoepfel, 2004; Fowler, Stephen J. e Chris Hope, 2007; Schäfer, Henry, Jana Beer, Jan Zenker e Pedro Fernandes, 2006).

Un altro problema associato all'assegnazione dei punteggi relativi alla CSR è il fatto che molti sistemi di valutazione mirano a semplificare la complessità delle valutazioni aziendali producendo alla fine un unico punteggio numerico o una lettera. Questo risultato finale rappresenta in modo sintetico la valutazione complessiva delle prestazioni dell'azienda in termini di responsabilità sociale, ma può limitare la comprensione dettagliata di specifiche aree di forza o di debolezza. Delmas, Magali e Vered Doctori-Blass.(2010) credono che questo approccio potrebbe consentire alle carenze in una dimensione di essere compensate da una migliore performance in un'altra, poiché il punteggio finale può riflettere una media o un bilanciamento tra i vari aspetti valutati. L'adozione di tale metodologia da parte delle società di rating è motivata dal fatto che i rating, in questo modo, sono adatti per essere utilizzati nelle decisioni di investimento; gli investitori possono rapidamente comparare le prestazioni di diverse aziende. La chiarezza e la facilità di comunicazione dei punteggi semplificano il processo decisionale negli investimenti, ma inevitabilmente provocano una distorsione dei risultati effettivi della CSR (Corporate Social Responsibility).

3.1.1.3 Mancanza di trasparenza e di indipendenza

Le società di rating ESG/CSR non rivelano la loro metodologia, le loro ponderazioni etc. Mantenendo segrete le metodologie utilizzate per l'assegnazione dei rating, tali società intendono creare un vantaggio competitivo, rendendo difficile per altre società replicare esattamente il loro approccio. Questo non solo contribuisce alla loro posizione sul mercato, ma può anche proteggere la loro capacità di fornire analisi distintive e approfondite sull'andamento ESG delle aziende valutate. Questo comportamento è una conseguenza del fatto che il settore del rating ESG è relativamente nuovo, in continua evoluzione e caratterizzato da una forte concorrenza; quindi, le società di rating cercano attivamente di mantenere un vantaggio competitivo. Tale mancanza di trasparenza mina l'attendibilità e l'affidabilità. La trasparenza è fondamentale per la fiducia degli stakeholder, perché consente loro, sia di comprendere come sono assegnati i rating sia di valutare la coerenza e l'obiettività del processo. Senza trasparenza, potrebbero sorgere interrogativi sulla validità e sull'imparzialità delle valutazioni ESG, mettendo a rischio la reputazione delle agenzie di rating.

Sfide di valutazione	Significato
Mancanza di standardizzazione	Diversità di approcci e risultati, nessuna valutazione degli approcci, nessuna comparabilità (Beloe, Scherer e Knoepfel; Chatterji, Levine e Toffel; Graafland, Eijffinger e Smid)
Mancanza di trasparenza	Raramente la metodologia, i criteri, i valori soglia, ecc. vengono resi noti in modo completo (Chatterji, Levine e Toffel; Delmas e Doctori-Blass; Dillenburg, Greene e Erikson; Fowler e Hope).
Pregiudizio	Enfasi sulla dimensione economica, ambientale o sociale; attenzione alle esigenze degli investitori; attenzione alle aziende più grandi (Beloe, Scherer e Knoepfel; Chatterji e Toffel; Fowler e Hope)
I compromessi	Obiettivo: punteggio unico, possibile compensazione di risultati parziali insoddisfacenti. (Delmas e Doctori-Blass; Graafland, Eijffinger e Smid)
Mancanza di credibilità delle informazioni	Le aziende possono influenzare i risultati del rating, mancando la verifica delle informazioni (Beloe, Scherer e Knoepfel; Fowler e Hope; Healy e Palepu)
Mancanza di indipendenza	Relazione tra organizzazioni di rating e aziende (AI CSRR; Beloe, Scherer e Knoepfel; Healy e Palepu)

Figura 3.1 : Sfide per la valutazione della CSR (Windolph, Sarah Elena (2011) "Valutare la sostenibilità aziendale attraverso i rating: Challenges and Their Causes", *Journal of Environmental Sustainability: Vol. 1: Iss. 1, Articolo 5*. DOI: 10.14448/jes.01.0005 Disponibile su: <http://scholarworks.rit.edu/jes/vol1/iss1/5>)

3.1.2 Raccomandazioni utili per migliorare l'affidabilità dei rating CSR

La mancanza di affidabilità dei rating CSR è una problematica che potrebbe sollevare preoccupazioni, ma smettere di investire e fare ricerca per tale motivo potrebbe essere una risposta estrema. Per affrontare la mancanza di affidabilità è richiesto l'impegno da parte di diversi stakeholder e l'adozione di approcci che mirano a migliorare la qualità e la coerenza delle informazioni ESG e CSR. Di seguito saranno fornite delle raccomandazioni utili per migliorare l'affidabilità dei rating. *Figura 3.2.*

3.1.2.1 Raccomandazioni per superare la mancanza di standardizzazione e mancanza di credibilità delle informazioni sulla CSR nel futuro

Per migliorare la standardizzazione e la credibilità delle valutazioni associate alla CSR, gli autori Chatterji, Aaron K. e David I. Levine (2006), Schäfer, Henry, Jana Beer, Jan Zenker e Pedro Fernandes (2006) sostengono che sarebbe opportuno che i diversi attori coinvolti nella CSR (Corporate Social Responsibility) raggiungano un accordo su una definizione di base comune nel futuro prossimo. Alcuni degli attori coinvolti potrebbero essere i seguenti:

- ***Istituzioni governative:***
 1. Ministeri dell'ambiente;
 2. Autorità di regolamentazione;
- ***Istituzioni di ricerca:***
 1. Università;
 2. Centri di ricerca specializzati in sostenibilità;
- ***Associazioni di settore:***
 1. Organizzazioni commerciali;
 2. Gruppi industriali;
- ***Terze parti di valutazione:***
 1. Organizzazioni di certificazione sostenibile;
- ***Organizzazioni non governative (ONG):***
 1. ONG ambientali;
 2. Associazioni per i diritti umani;
 3. Gruppi di difesa dei consumatori;

Una comprensione e una definizione più accurata della CSR (Corporate Social Responsibility) è necessaria nell'ambito delle valutazioni, perché permetterebbe di definire misure comuni per la valutazione della CSR. Attualmente, ogni società di rating utilizza metriche e misure distinte anziché seguire standard comuni; questa condotta è considerata dagli autori Sadowski, Whitaker, Lee e Ayars (2011) inefficiente. L'uso di misure standardizzate può tradursi in richieste di dati relativi alla CSR mirati e di maggiore qualità alle aziende, con un conseguente aumento dell'affidabilità dei dati. Inoltre, le Organizzazioni Non Governative potrebbero essere coinvolte nel processo di raccolta dei dati per una verifica esterna delle pratiche CSR di un'azienda, contribuendo alla generazione e alla verifica delle informazioni. L'inclusione di ONG e di altri soggetti esterni mirerebbe a fornire una prospettiva esterna e indipendente, garantendo accuratezza e obiettività delle informazioni.

3.1.2.1 Raccomandazioni per superare la mancanza di standardizzazione e la mancanza di credibilità delle informazioni sulla CSR oggi

Prima che sia raggiunto un accordo su una definizione di base e siano definite delle misure comuni per la valutazione della CSR, le imprese dovrebbero migliorare la trasparenza comunicando più informazioni, questo permetterebbe sia di non essere penalizzate (spesso le società di rating penalizzano le imprese che non forniscono informazioni adeguate sulla CSR), sia di ridurre il giudizio soggettivo degli analisti.

Le società di rating oltre ad utilizzare, nell'assegnazione dei punteggi, standard e principi stabiliti internamente dall'organizzazione stessa, potrebbero ricorrere a degli standard di sostenibilità e responsabilità sociale sviluppati da organizzazioni di settore, enti di certificazione o altre istituzioni. Un esempio potrebbe essere lo standard CSRR-QS (AI CSRR) (Windolph, Sarah Elena, 2011).

I ricercatori dovrebbero considerare che la discrepanza nei punteggi dei pilastri delle categorie ESG potrebbe incidere sui risultati e sulla comparabilità degli studi. Capizzi Vincenzo, Eleonora Gioia, Giancarlo Giudici, e Francesca Tenca (2021) suggeriscono di utilizzare dati di più società di rating; questo approccio renderebbe i risultati generalizzabili e consentirebbe di individuare differenze dovute all'uso di punteggi variabili. Inoltre, gli autori raccomandano di replicare lo stesso studio nel tempo perché le metodologie di valutazione sono in costante mutamento. Sarebbe opportuno anche costruire le ipotesi sul singolo pilastro o categoria piuttosto che sui rating aggregati ESG e

considerare l'adozione di diverse metodologie di ponderazione, poiché esiste una maggiore disparità di opinioni riguardo ai pesi attribuiti agli indicatori.

3.1.2.2 Raccomandazioni per superare compromessi e pregiudizi

Le metodologie di valutazione adottate dalla maggior parte delle società di rating non sono completamente adatte e complete nel valutare in modo approfondito le pratiche aziendali legate alla responsabilità sociale, principalmente perché mancano di un approccio integrato alla CSR, quindi valutano in modo frammentato senza considerare in modo completo l'interconnessione tra le varie dimensioni. Le società di rating non dovrebbero considerare la CSR (Corporate Social Responsibility) come un elemento aggiunto ai tradizionali rating finanziari, ma dovrebbero adottare un approccio integrato alla CSR e cioè valutare come le aziende gestiscono simultaneamente impatti sociali, ambientali ed economici anziché trattare queste dimensioni separatamente. Un rating con un approccio integrato considererebbe l'interazione e l'equilibrio tra queste componenti nella valutazione complessiva della CSR (Corporate Social Responsibility).

Sadowski et al. (2011) sostengono che sarebbe opportuno rendere i rating utilizzabili da un pubblico più ampio, e quindi da stakeholder aventi diversi interessi; per fare ciò sarebbe opportuno collaborare con le ONG e gli stakeholder (Laufer, William S., 2003). Schaltegger et al. (2006) suggeriscono di modificare la percezione della CSR (Corporate Social Responsibility) attraverso l'identificazione di ulteriori Business Cases for Sustainability, per far sì che la CSR non sia vista solo come un requisito minimale per evitare penalizzazioni, ma piuttosto come un elemento che aggiunge valore economico alle aziende.

Per quanto riguarda i compromessi, Windolph, Sarah Elena(2011) ritiene che la divulgazione di informazioni dettagliate del processo di calcolo del punteggio finale potrebbe contribuire ad aumentare l'interesse degli stakeholder e favorire l'adozione dei rating.

3.1.2.3 Raccomandazioni per superare la mancanza di trasparenza e indipendenza

I risultati di Globescan (2011) suggeriscono che le ONG sono percepite come più affidabili rispetto alle società di rating, probabilmente perché le ONG hanno meno interessi commerciali diretti nelle

valutazioni e raramente hanno relazioni commerciali con le aziende. Gli autori Laufer, William S. (2003) sostengono che coinvolgere attivamente le ONG nel processo di valutazione, potrebbe contribuire a migliorare la credibilità dei rating; le ONG potrebbero adottare una prospettiva più trasparente e orientata all'etica nel processo di valutazione. L'indipendenza e l'aspetto di neutralità sono altrettanto cruciali anche per altri metodi di valutazione della CSR (Corporate Social Responsibility) come, ad esempio, audit, certificati ed etichette. Le società di rating ESG e gli enti certificatori hanno un obiettivo simile e cioè valutare le prestazioni delle aziende in aree legate alla sostenibilità e alla responsabilità sociale, ma questi ultimi impiegano approcci più orientati alla conformità, come audit e ispezioni, per valutare le pratiche sostenibili aziendali. Anche in questa circostanza si applicano suggerimenti simili.

Gli autori Capizzi Vincenzo, Eleonora Gioia, Giancarlo Giudici, e Francesca Tenca. (2021), Windolph, Sarah Elena (2011) sostengono che per aumentare la trasparenza, le società di rating ESG potrebbero rendere accessibili i loro metodi e misure; inoltre, potrebbero intraprendere tali iniziative di trasparenza sia coinvolgendo attivamente le organizzazioni non governative sia senza il loro contributo. Questo può applicarsi anche ad altri approcci di valutazione, come gli audit e le etichette; anche in questo contesto sarebbe necessaria una maggiore divulgazione delle metodologie utilizzate. Negli ultimi tempi c'è stato un aumento del livello di trasparenza da parte di alcune agenzie di rating ESG; tuttavia, nonostante alcuni progressi, molte di queste agenzie mantengono ancora riservate le informazioni dettagliate, come le descrizioni complete della metodologia e i dati specifici su punteggi e pesi utilizzati nelle loro valutazioni.

Gli studi di Laufer, William S. (2003) e Ramus, Catherine A. e Ivan Montiel.(2005) documentano che un altro modo per migliorare l'affidabilità dei rating potrebbe essere l'impiego di una garanzia indipendente per controllare e confermare che un'azienda stia effettivamente adempiendo ai suoi impegni in materia di responsabilità ambientale, sociale e di governance. Questo processo aggiunge un livello di verifica esterna e indipendente che contribuisce ad incrementare la credibilità e la trasparenza.

Inoltre, per garantire una valutazione affidabile della CSR(Corporate Social Responsibility), le società di rating dovrebbero evitare legami stretti con le aziende valutate; avere contatti potrebbe creare un incentivo per le società di rating a manipolare i risultati per ottenere benefici; solo mantenendo una certa distanza, queste ultime ridurrebbero il rischio di influenze indebite e preserverebbero la

loro capacità di valutare in modo obiettivo le pratiche CSR delle imprese, senza compromettere l'integrità del processo di valutazione. Quantomeno, sarebbe opportuno che le società di rating divulgassero eventuali conflitti di interesse come, ad esempio, relazioni finanziarie tra analisti e le aziende che valuta, e spiegare come sono gestiti.

Sfida di valutazione	Causa	Possibili miglioramenti
Mancanza di standardizzazione	Complessità della CS	Trovare una comprensione comune della CS che includa diverse prospettive, coordinare la ricerca
Mancanza di credibilità delle informazioni	Mancanza di disponibilità di dati	Includere le ONG e le terze parti per la gestione esterna. verifica
Pregiudizio	Background finanziario degli utenti dei rating	Sensibilizzare gli utenti delle valutazioni al carattere integrativo della CS, aprire le valutazioni a un pubblico più ampio.
I compromessi	La domanda degli utenti di rating	Vedi sopra
Mancanza di trasparenza	Uso commerciale delle valutazioni	Divulgare la metodologia
Mancanza di indipendenza	Attività interconnessa dei raters	Evitare di intrattenere rapporti commerciali con le aziende, includere terze parti indipendenti.

Figura 3.2 : Sfide di valutazione, cause e possibili miglioramenti (Windolph, Sarah Elena (2011) "Valutare la sostenibilità aziendale attraverso i rating: Challenges and Their Causes", *Journal of Environmental Sustainability: Vol. 1: Iss. 1, Articolo 5.* DOI: 10.14448/jes.01.0005 Disponibile su: <http://scholarworks.rit.edu/jes/vol1/iss1/5>)

3.2 Il Greenwashing

Negli ultimi dieci anni, è aumentato l'interesse da parte di investitori, consumatori, governi e clienti nel richiedere alle aziende di rendere note le informazioni relative alle loro performance ambientali e ai prodotti eco-sostenibili venduti (Kim E, Lyon T, 2015; Marquis C, Toffel M, Zhou Y, 2016). Gli autori Vollero A., Palazzo M., Siano A, Elving W. (2016), nel loro studio, riportano che le società del settore energetico stanno sperimentando crescente pressione da parte degli stakeholders affinché producano energie pulite e prodotti sostenibili. Questo fenomeno si sta verificando perché la sensibilità verso le questioni ambientali è aumentata all'interno della società (Antunes D, Santos A, Hurtado A, 2015; Porter ME, Kramer MR ,2006; Wolniak R, 2015), e sta spingendo le imprese a elaborare piani di marketing "verde" con l'obiettivo di comunicare ai clienti la loro immagine

positiva e il loro impegno sociale (Zhang L, Li D, Cao C, Huang S, p. 740, 2018). L'espansione dei mercati "verdi", quindi, è seguita dal fenomeno del *greenwashing* (Majláth M, 2017). Il fine del green marketing, ovvero strategie di marketing volte a promuovere prodotti o servizi evidenziandone gli aspetti sostenibili, è quello di aumentare il coinvolgimento del cliente e la fiducia nei confronti del marchio e di migliorare la reputazione aziendale, con conseguente incremento delle vendite (Nyilasy G, Gangadharbatla H, Paladino A, 2014). Il fenomeno del greenwashing ha provocato mancanza di fiducia da parte dei clienti nei confronti del "green marketing", perché questi ultimi hanno difficoltà a identificare ciò che è vero da ciò che è falso (Nyilasy G, Gangadharbatla H, Paladino A. ,2014). Negli ultimi decenni, il fenomeno del greenwashing si è diffuso in modo significativo, ciò ha provocato un incremento del numero di pubblicazioni accademiche sul tema, con un picco nel 2017. *Figura 3.3.*

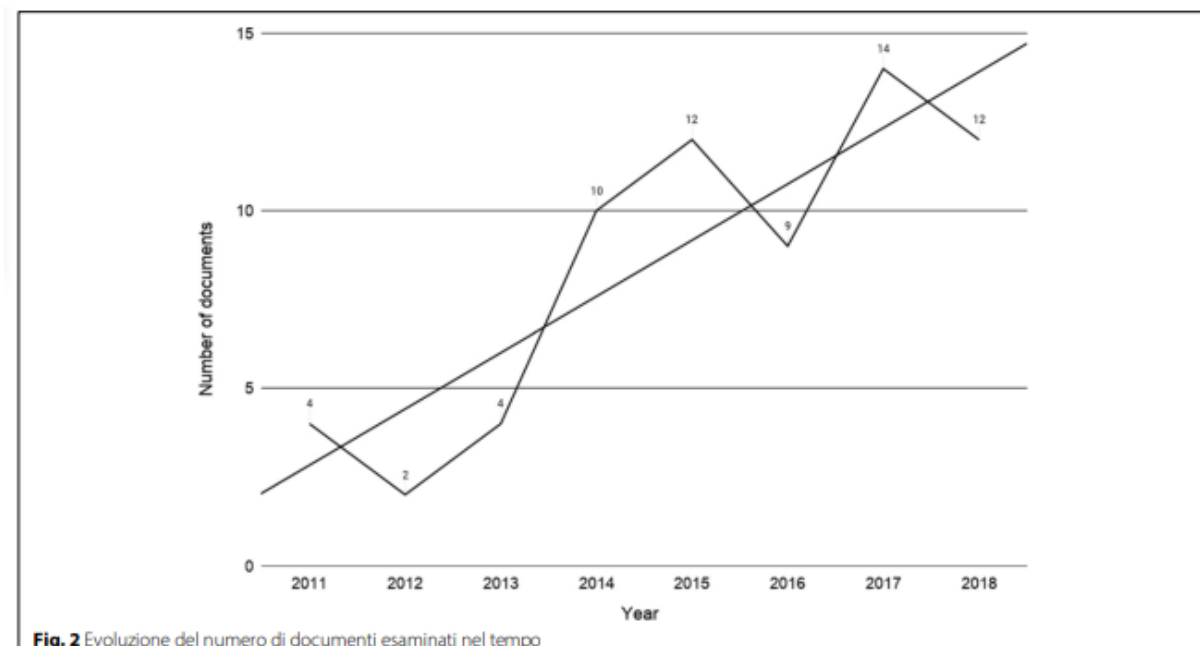


Figura 3.3 : Evoluzione del numero di documenti relativi al greenwashing esaminati nel tempo (Netto, Sebastião Vieira, Marcos Felipe Falcão Sobral, Ana Regina Bezerra Ribeiro, and Gleibson Robert da Luz Soares. 2020. "Concepts and Forms of Greenwashing: A Systematic Review." Environmental Sciences Europe 32 (1). <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>)

3.2.1 Definizione di greenwashing

Il concetto di greenwashing non ha una definizione rigorosa e universalmente accettata, poiché può assumere diverse forme e manifestarsi in svariati modi (Lyon T, Montgomery A., 2015).

Secondo alcuni autori il greenwashing è caratterizzato dalla pratica simultanea di un'impresa di nascondere o non divulgare informazioni negative sulla performance ambientale e, allo stesso tempo, mettere in evidenza e di divulgare maggiormente informazioni positive, in modo da creare un'immagine più favorevole delle sue pratiche ambientali. Questo comportamento è definito "divulgazione selettiva" (Baum L, 2012; Delmas M, Burbano V, 2011; Lyon T, Maxwell J, 2011; Tateishi E, 2017).

Guo R, Tao L, Yan L, Gao P (2014), Siano A, Vollero A, Conte F, Amabile S (2017), Walker K e Wan F (2011) associano il greenwashing a un comportamento di "disaccoppiamento" tra l'immagine e/o la "narrazione sostenibile" che l'azienda cerca di proiettare e la sua effettiva performance ambientale. Di fatto, si crea una discrepanza tra ciò che è dichiarato e ciò che è effettivamente praticato. Gli autori sottolineano che, i comportamenti di disaccoppiamento associati al greenwashing sono intenzionali e mirano a preservare la legittimità aziendale.

Il termine greenwashing fa riferimento al tentativo di un'azienda di illudere i consumatori, attraverso informazioni ingannevoli o esagerate, sulle sue pratiche ambientali complessive (a livello di azienda) o sui presunti benefici ambientali di un particolare prodotto o servizio (a livello di prodotto- servizio) (Delmas M, Burbano V, 2011). La campagna "Eco-imagination" di General Electric è stata criticata perché, nonostante pubblicizzasse pratiche ambientali positive, contemporaneamente provava attivamente a contrastare i nuovi requisiti dell'EPA (Agenzia per la Protezione dell'Ambiente) relativi alla qualità dell'aria pulita. Questo appena riportato è un esempio di greenwashing a livello di azienda. Invece un esempio di greenwashing a livello di prodotto è la certificazione Energy Star dei frigoriferi LG; sebbene dieci modelli di frigoriferi LG fossero stati etichettati come efficienti dal punto di vista energetico attraverso l'etichetta ecologica Energy Star, è stato rilevato che, in realtà, i modelli non soddisfacevano i requisiti energetici necessari per ottenere tale certificazione (Freitas Netto Sebastião Vieira, Sobral Marcos Felipe Falcão, Ribeiro Ana Regina Bezerra e Soares Gleibson Robert da Luz, 2020).

Il fenomeno del greenwashing può manifestarsi in due modi diversi, il "claim greenwashing" e l'"executional greenwashing". *Figura 3.4.*

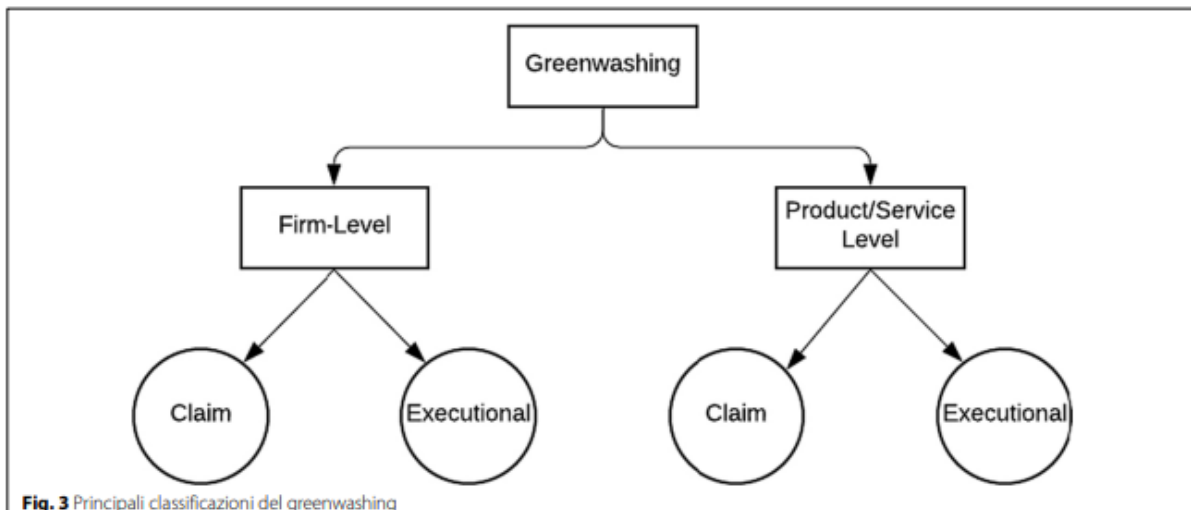


Figura 3.4 : Le principali classificazioni del greenwashing (Netto, Sebastião Vieira, Marcos Felipe Falcão Sobral, Ana Regina Bezerra Ribeiro, and Gleibson Robert da Luz Soares. 2020. "Concepts and Forms of Greenwashing: A Systematic Review." *Environmental Sciences Europe* 32 (1). <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>)

3.2.2 Claim greenwashing

L'espressione "claim greenwashing" fa riferimento alle affermazioni o dichiarazioni fuorvianti o esagerate che un'azienda espone riguardo alle sue pratiche ambientali. Queste affermazioni possono essere presenti in pubblicità, etichettature dei prodotti, comunicati stampa o altre forme di comunicazione aziendale. Le "affermazioni verdi" possono essere di tipologia differente, e possono essere caratterizzate da diversi livelli di ingannevolezza (Baum L, 2012; Carlson L, Grove SJ, Kangun N, 1993; Tateishi E, 2017).

Le "dichiarazioni verdi" possono rientrare nelle seguenti cinque categorie (Baum L, 2012; Carlson L, Grove SJ, Kangun N, 1993; Tateishi E, 2017), *Figura 3.5*:

1. dichiarazioni orientate al prodotto;
2. dichiarazioni orientate al processo: dichiarazioni che si concentrano sull'alto rendimento ecologico di una particolare tecnica utilizzata nel processo produttivo e/o su un metodo di smaltimento ecologico;
3. dichiarazioni orientate al miglioramento dell'immagine ecologica di un'azienda; ad esempio, dichiarazioni che associano un'azienda a una causa o a una attività ambientale che è ben supportata e apprezzata dal pubblico;

4. affermazioni sull'ambiente che sono presentate come oggettive o basate su fatti reali; tuttavia, potrebbe esserci un'incertezza sulla reale obiettività o completezza di tali informazioni;
5. affermazioni che comprendono due o più categorie precedentemente menzionate.

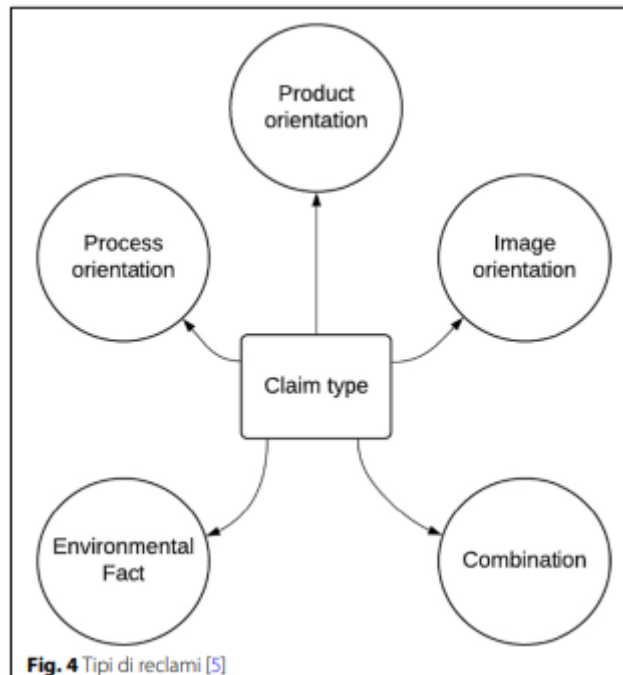


Figura 3.5 :Le cinque categorie delle affermazioni verdi(Netto, Sebastião Vieira, Marcos Felipe Falcão Sobral, Ana Regina Bezerra Ribeiro, and Gleibson Robert da Luz Soares. 2020. "Concepts and Forms of Greenwashing: A Systematic Review." *Environmental Sciences Europe* 32 (1). <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>)

I diversi livelli di ingannevolezza delle "affermazioni verdi" sono i seguenti (Baum L, 2012; Carlson L, Grove SJ, Kangun N, 1993; Tateishi E, 2017), Figura 3.6:

1. dichiarazioni carenti di precisione e chiarezza, vaghe e ambigue; potrebbe mancare una definizione chiara, rendendo difficile comprendere o valutare accuratamente il loro significato;
2. dichiarazioni omissive: affermazioni che possono essere incomplete o mancare di dettagli cruciali che potrebbero influenzare il giudizio o la comprensione complessiva del contesto;
3. dichiarazioni false/menzogne evidenti;

4. dichiarazioni che comprendono due o più categorie precedentemente menzionate
5. affermazioni oneste e veritiere.

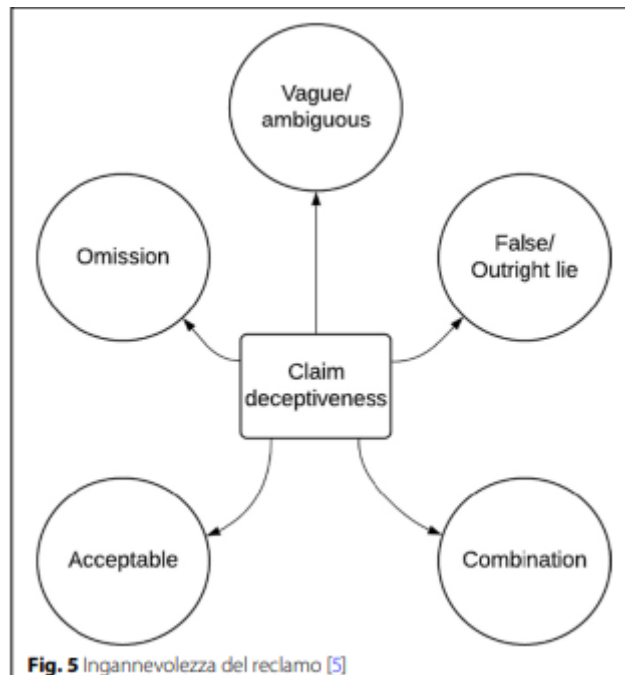


Figura 3.6 :I livelli di ingannevolezza delle affermazioni verdi(Netto, Sebastião Vieira, Marcos Felipe Falcão Sobral, Ana Regina Bezerra Ribeiro, and Gleibson Robert da Luz Soares. 2020. “Concepts and Forms of Greenwashing: A Systematic Review.” *Environmental Sciences Europe* 32 (1). <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>)

La società di marketing ambientale TerraChoice ha introdotto una classificazione nota come “i sette peccati del greenwashing”. Questa classificazione può aiutare i consumatori a individuare in modo più accurato le pratiche di greenwashing (Markham D, Khare A, Beckman T, 2014). Secondo gli autori Antunes D, Santos A e Hurtado A (2015), l’obiettivo dei “sette peccati del greenwashing” è quello di cercare di dissuadere le imprese dall’utilizzare tattiche commerciali che, anche se potrebbero sembrare ecologiche, sono in realtà ingannevoli o esagerate, e ,allo stesso tempo, fornire ai consumatori le informazioni necessarie per individuare le affermazioni ambientali autentiche.

Di seguito saranno descritti i “sette peccati del greenwashing”(TerraChoice, 2010; Freitas Netto Sebastião Vieira, Sobral Marcos Felipe Falcão, Ribeiro Ana Regina Bezerra e Soares Gleibson Robert da Luz,2020):

1. **Il peccato del compromesso nascosto:** un prodotto potrebbe essere etichettato come “verde” solo perché soddisfa alcuni criteri ambientali limitati, trascurando altre importanti questioni ambientali. Ad esempio, il fatto che la carta provenga da una foresta gestita in

modo sostenibile non la rende automaticamente ecologica. Altri fattori nel processo di produzione come le emissioni di gas serra o l'uso del cloro nella sbiancatura devono essere considerati per valutare appieno l'impatto ambientale del prodotto (TerraChoice, 2010);

2. ***Il peccato dell'assenza di prove***: un'affermazione ambientale che non può essere verificata a causa della mancanza delle prove necessarie per supportare l'aspetto ecologico dichiarato (TerraChoice, 2010); se un'azienda dichiara qualcosa di tipo percentuale o un'informazione statistica e non fornisce una verifica sotto forma di testo in caratteri piccoli o un URL con ulteriori dettagli, l'affermazione è considerata priva di prove. La mancanza di prove concrete o fonti verificabili solleva dubbi sulla validità della dichiarazione (Baum L, 2012);
3. ***Il peccato di vaghezza***: un'affermazione troppo generica, priva di specificità e che manca di una definizione chiara; un'affermazione di questo tipo è suscettibile a interpretazioni errate da parte dell'interlocutore. La mancanza di specificità può generare ambiguità e non comunicare in modo inequivocabile il vero significato dell'affermazione. Un esempio può essere l'espressione "tutto naturale"; esistono dei prodotti che, pur essendo naturali sono tossici come, ad esempio, l'uranio e il mercurio. Se un prodotto è naturale non è detto che sia "green" (TerraChoice, 2010). Altri esempi possono essere, "Eco-friendly", "Rispettoso dell'ambiente", "Verde", "Eco-consapevole" e "Non tossico" (Baum L, 2012);
4. ***Il peccato di worsflipping false etichette***: un prodotto che, mediante un ingannevole suggerimento o l'uso di un'immagine simile a una certificazione (l'aspetto grafico o il design dell'etichetta o dell'imballaggio del prodotto potrebbe somigliare a quello di una certificazione ufficiale), fa erroneamente credere ai consumatori di aver superato un autentico processo di certificazione ecologica (TerraChoice, 2010);
5. ***Il peccato di irrilevanza***: un'affermazione ambientale potrebbe essere corretta e veritiera, ma non rilevante o utile per i consumatori. Ad esempio, la dicitura "senza CFC" potrebbe essere comune su alcuni prodotti, anche se i clorofluorocarburi (CFC) sono già proibiti per legge. In questo caso, l'etichetta potrebbe essere considerata superflua o ridondante, poiché dovrebbe essere implicito che i prodotti rispettino la normativa ambientale vigente (TerraChoice, 2010);
6. ***Il peccato del minore dei due mali***: un'affermazione potrebbe essere vera, per un prodotto, all'interno di una categoria, ma tale affermazione rischia di distogliere l'attenzione dai più ampi impatti ambientali associati a quella categoria nel complesso. Ad esempio, le sigarette

biologiche, sigarette prodotte utilizzando tabacco che è stato coltivato evitando l'uso di pesticidi sintetici, fertilizzanti chimici e altri prodotti chimici, potrebbero essere presentate come più sostenibili, ma l'atto stesso del fumare rimane intrinsecamente dannoso per l'ambiente (TerraChoice, 2010);

- 7. Il peccato della frode:** affermazioni non veritiere; ad esempio, prodotti che sono dichiarati come certificati e registrati Energy Star, quando di fatto non lo sono (TerraChoice, 2010).

TerraChoice (2010) documenta che la stragrande maggioranza (95%) dei prodotti che sono dichiarati ecologici in Canada e negli Stati Uniti sono associati ad almeno uno dei sette peccati del greenwashing.

3.2.3 Executional greenwashing

L' "Executional greenwashing" è una strategia che mira a creare un'immagine ecologica senza l'uso di affermazioni dirette o specifiche sulla sostenibilità del prodotto, ma attraverso l'utilizzo di elementi visivi o sonori associati alla natura, come immagini di colore verde e blu, e scenari naturali come montagne, oceani, uccelli etc. (Parguel B, Benoit-Moreau F, Russell C, 2015). Questa strategia sfrutta l'associazione emotiva dei consumatori con la natura, per comunicare implicitamente un'immagine di sostenibilità senza fornire informazioni concrete o verificabili sull'impatto ambientale reale del prodotto (Hartmann P, Apaolaza-Ibáñez V, 2009; Parguel B, Benoit-Moreau F, Russell C, 2015 p.2). L' efficacia dell' "Executional greenwashing" può variare in base al livello di consapevolezza ambientale dei consumatori; i clienti più esperti, probabilmente più informati sulle pratiche di greenwashing, non sono influenzati in modo significativo da elementi pubblicitari che evocano la natura (Parguel B, Benoit-Moreau F, Russell C, 2015).

3.2.4 Conseguenze del greenwashing

Il fenomeno del greenwashing, nonostante nella maggior parte dei casi sia vantaggioso per azionisti, provoca un effetto negativo sulla società, in quanto, a causa di una scorretta allocazione delle risorse, può provocare una riduzione del benessere sociale complessivo (Ramesh & Rai, 2017). Le autorità di regolamentazione devono intervenire per controllare o prevenire abusi legati al greenwashing, proteggendo così l'interesse pubblico e contribuendo a mantenere un ambiente economico più equo e trasparente. (Sun & Zhang, 2019; Yu et al., 2020; Uyar et al., 2020).

Molti studi documentano che la percezione o l'esposizione al greenwashing, potrebbe causare un incremento del cinismo e della sfiducia "verde" da parte dei consumatori; quando i consumatori si rendono conto che le affermazioni sostenibili di un'azienda sono ingannevoli, potrebbero essere meno propensi a fidarsi di affermazioni simili in futuro (Jahdi & Acikdilli, 2009). Chen et al., (2019), oltre a documentare che il greenwashing ha un'influenza negativa sulla fiducia verde, sostengono che la mancanza di fiducia nei confronti delle pratiche ambientali o sostenibili è associata negativamente all'intenzione dei consumatori di tornare a fare acquisti "verdi" o partecipare a iniziative sostenibili, ed è correlata positivamente alla propensione dei consumatori a diffondere pareri negativi. I livelli di cinismo e di sfiducia nei confronti delle pratiche sostenibili di un'azienda, causati dal greenwashing, possono essere moderati dalla quantità di informazioni e conoscenze, sul tema, disponibili ai consumatori (Nguyen et al., 2019). Le pratiche di greenwashing di un'azienda, oltre ad erodere la fiducia dei consumatori, possono influenzare negativamente la volontà dei consumatori di acquistare prodotti ecologici da altri marchi del settore, poiché potrebbero diventare più scettici riguardo alle affermazioni di sostenibilità nel complesso (Wang et al., 2019). Xiao, Zengrui, Ying Wang, Xiaofen Ji, e Liling Cai. (2021) dopo aver analizzato i risultati di un sondaggio condotto su 427 consumatori, hanno scoperto che il greenwashing ha un impatto negativo sulla fedeltà dei consumatori e che questo effetto è particolarmente evidente per i consumatori che hanno un livello più basso di disaccoppiamento morale, cioè coloro che sono in maggior misura coinvolti emotivamente e moralmente nelle questioni ambientali. I consumatori più sensibili alle tematiche ambientali sono, quindi, maggiormente influenzati dalla scoperta di pratiche di greenwashing. Y.-S. Chen, Wen-Pin Tien, Yu-I Lee e Ming-Lun Tsai (2016), concentrandosi sull'analisi del comportamento e delle opinioni dei consumatori di Taiwan, documentano che le pratiche di greenwashing di un'impresa impattano negativamente sul valore complessivo del marchio "verde", cioè sulla percezione globale e il valore che i consumatori attribuiscono a un marchio specificamente in relazione alle sue pratiche e iniziative ambientali. Inoltre, gli autori hanno scoperto che il greenwashing è correlato in modo negativo sia all'immagine del marchio "verde", cioè all'immagine pubblica di un marchio in relazione alle sue pratiche sostenibili, sia alla soddisfazione "verde", cioè il livello di apprezzamento che provano i consumatori nei confronti delle pratiche sostenibili di un marchio. Akturan U. (2018), dopo aver analizzato dati ottenuti da un campione di 500 consumatori, hanno scoperto che il greenwashing influenza indirettamente e negativamente il valore del marchio "verde" e le intenzioni di acquisto dei consumatori. Zhang, Lu, Dayuan Li, Cuicui Cao, and Senhua Huang (2018), attraverso l'analisi di un questionario

somministrato a 553 compratori di pile in Cina, hanno scoperto che la percezione del greenwashing da parte dei consumatori non solo impatta negativamente sul comportamento d'acquisto "verde", ma può influenzare le opinioni e i confronti tra i consumatori, amplificando gli effetti negativi sulle intenzioni di acquisto attraverso il passaparola.

Le conseguenze negative delle pratiche di greenwashing possono estendersi oltre l'opinione e l'atteggiamento dei consumatori, coinvolgendo anche altri soggetti come investitori, dipendenti, partner commerciali o altri soggetti coinvolti nell'azienda. Delmas, MA e Burbano, VC (2011) documentano che il greenwashing può avere notevoli impatti negativi, non solo sulla fiducia dei consumatori, ma anche sulla fiducia degli investitori nei confronti dei prodotti "verdi". Il greenwashing influisce negativamente e in modo maggiore sulla volontà degli investitori di considerare l'azienda come una scelta affidabile per un investimento, rispetto a situazioni in cui il comportamento scorretto aziendale non è associato a pratiche di comunicazione ingannevole. Inoltre, gli investitori sono meno propensi a investire in un'azienda che falsifica le proprie informazioni e che adotta pratiche commerciali manipolative, rispetto a un'azienda che seleziona strategicamente quali informazioni divulgare o cerca di distrarre l'attenzione dalle sue pratiche scorrette pubblicizzando le proprie buone pratiche (Gatti, Lucia, Marta Pizzetti, and Peter Seele ,2021).

Il greenwashing può influenzare le relazioni commerciali provocando una diminuzione delle opportunità di collaborazione e scambio, perché le altre imprese hanno il timore che collaborando con una greenwasher possano essere identificate anch'esse come tali (King, A. A. e Lenox, M. J. ,2000). Walker & Wan (2012) sostengono che le pratiche di greenwashing possono influenzare negativamente anche la fiducia dei lavoratori. Le affermazioni false ed ingannevoli possono portare i dipendenti a perdere fiducia nei confronti dell'azienda per la quale lavorano. La perdita di fiducia contribuisce a creare un clima lavorativo in cui i dipendenti si sentono indisposti o insoddisfatti.

Pizzetti, M., Gatti, L., & Seele, P. (2019) documentano che il greenwashing influenzando negativamente le relazioni con gli stakeholders contribuisce a una diminuzione della performance finanziaria.

Le aziende dovrebbero evitare la pratica del greenwashing; limitare il greenwashing è consigliato per preservare la fiducia dei consumatori e dei dipendenti, migliorare l'immagine e il valore del marchio ed evitare possibili impatti negativi sulla performance finanziaria e sugli investimenti.

3.2.5 Superare il problema del Greenwashing

Alcuni studi documentano che il greenwashing può essere ridotto se gli stakeholders monitorano attentamente e controllano le aziende (Kim e Lyon, 2011; Lyon e Montgomery, 2013; Delmas e Burbano, 2011; Kim e Lyon, 2015).

Kim et al. (2011) hanno scoperto che le aziende hanno una minore probabilità di praticare il greenwashing quando la loro sede si trova in un luogo con una maggiore presenza di membri di organizzazioni non governative (ONG). Lyon e Montgomery (2013) sostengono che il greenwashing può essere ridotto quando le attività ambientali delle aziende sono soggette a supervisione e controllo da parte degli attivisti ambientali. La presenza più elevata di tali attori esterni impegnati su tematiche ambientali potrebbe esercitare un controllo e una pressione maggiori sulle aziende, riducendo così la tendenza del greenwashing. Un monitoraggio esterno più rigoroso delle pratiche ambientali aziendali scoraggerebbe comportamenti fuorvianti o ingannevoli, promuovendo una maggiore trasparenza e responsabilità aziendale.

Ellen Pei-yi Yu, Bac Van Luu, Catherine Huirong Chen(2020), analizzando un campione costituito da 1925 società a grande capitalizzazione con sede in 47 Paesi nel periodo 2012-2016, hanno scoperto che una maggiore proprietà istituzionale e un aumento degli amministratori indipendenti potrebbero contribuire a ridurre il greenwashing; un aumento del controllo da parte di amministratori indipendenti e investitori istituzionali riduce il comportamento di greenwashing delle imprese. Inoltre, gli autori documentano che nei Paesi con livelli più bassi di corruzione, le aziende sono meno propense a impegnarsi in comportamenti di greenwashing; questo è causato dal fatto che, in un ambiente meno corrotto, gli abitanti possono avere maggiore controllo sul comportamento di greenwashing e sono più propensi a sollevare la questione. Marquis et al. (2016), dopo aver analizzato un campione costituito da 4.750 aziende pubbliche di molti settori con sede in 45 Paesi nel periodo 2004-2007, documentano che le aziende che provocano un maggior impatto negativo sull'ambiente, in modo particolare in Paesi soggetti a un maggior controllo e norme globali, sono meno inclini a adottare strategie di greenwashing, nello specifico la divulgazione selettiva. Walker e Wan (2012), analizzando oltre 100 aziende canadesi con le migliori performance in settori inquinanti, hanno scoperto che il greenwashing è associato ad una performance finanziaria negativa. Questo effetto finanziario negativo aumenta il rischio di subire conseguenze punitive, rendendo così il greenwashing un comportamento meno attraente. Ellen Pei-yi Yu, Bac Van Luu,

Catherine Huirong Chen(2020) documentano che le imprese quotate in borsa hanno meno incentivi a praticare il greenwashing e sono più propense a fornire un quadro completo ed accurato delle loro reali performance in materia ESG. Questo potrebbe derivare dal fatto che le imprese quotate in borsa sono soggette a normative più stringenti relative alla divulgazione. Ruiz-Blanco, S., Romero, S. & Fernandez-Feijoo, B.(2022) hanno scoperto l'esistenza di una relazione significativa e negativa tra il fenomeno del greenwashing e le aziende operanti in settori in cui le questioni ambientali sono particolarmente rilevanti, cioè settori in cui l'impatto sull'ambiente è significativo e può essere oggetto di particolare preoccupazione dal punto di vista ecologico. In settori dove le questioni ambientali sono particolarmente rilevanti o sensibili, le aziende che cercano di presentarsi in modo ingannevole come ecologiche possono essere facilmente individuate o riconosciute, perché le affermazioni di sostenibilità potrebbero essere sottoposte a un maggiore livello di scrutinio e verifica. Inoltre, gli autori sostengono che ci sono meno casi di greenwashing tra le aziende che pubblicano rapporti specifici sulla sostenibilità, come il bilancio di sostenibilità, rispetto a quelle che includono informazioni sulla sostenibilità all'interno dei bilanci annuali. Il fatto che la produzione di bilanci di sostenibilità abbia un costo, suggerisce che solo le aziende realmente impegnate nella sostenibilità sono disposte a investire in tali documenti. La pubblicazione di bilanci di sostenibilità potrebbe indicare un impegno più concreto da parte delle aziende rispetto a quelle che forniscono solo informazioni generiche nei loro rapporti annuali. Le aziende che sono attivamente coinvolte nel greenwashing potrebbero cercare di minimizzare i costi associati alla presentazione di informazioni sulla sostenibilità; potrebbero farlo includendo tali informazioni all'interno dei loro bilanci annuali, dove il costo di produzione è generalmente inferiore rispetto alla creazione di report specifici sulla sostenibilità. Questa scelta potrebbe riflettere un approccio meno impegnato e più orientato a ridurre i costi.

Oltre a questi fattori, anche la perdita di fiducia e il coinvolgimento da parte dei consumatori, aspetto già discusso nel terzo capitolo, può fare da deterrente e disincentivare il greenwashing (Cheng e Chang 2013; Schons e Steinmeier, 2016).

Ellen Pei-yi Yu, Bac Van Luu, Catherine Huirong Chen(2020) sostengono che i fattori a livello d'impresa sembrano avere una maggiore influenza sulla propensione al greenwashing, seguiti dalle leggi, condizioni, norme e altri fattori specifici di un Paese e infine dal cross-listing.

Le aziende che sono soggette a una maggiore pressione o attenzione da parte degli stakeholder (organizzazioni ambientali, investitori, consumatori, comunità locale, autorità governative etc.)

hanno un rischio reputazionale più elevato, di conseguenza, queste aziende hanno meno incentivi a presentare informazioni distorte sulla Corporate Social Responsibility (CSR). Il rischio reputazionale può avere impatti significativi sull'immagine e sulla fiducia degli stakeholder nei confronti dell'azienda, infatti, nel processo decisionale relativo al greenwashing la valutazione del rischio reputazionale svolge un ruolo centrale (Bebbington et al.,2008). Le aziende devono analizzare attentamente come le loro azioni possono influenzare la percezione del pubblico e degli stakeholder. La consapevolezza del rischio reputazionale associato al greenwashing guida le decisioni aziendali relative alla trasparenza nelle comunicazioni CSR. Il rischio reputazionale associato alla Corporate Social Responsibility (CSR) dipende dalla capacità degli stakeholder di valutare le prestazioni delle aziende in materia di CSR e confrontarle con le informazioni divulgate. Le aziende che praticano greenwashing si assumono il rischio di subire reazioni negative e sanzioni da parte della società qualora fossero scoperte (Bansal e Clelland, 2004; Kim et al., 2017; Seele e Gatti, 2017) e l'assunzione di tale rischio potrebbe suggerire che la probabilità di essere scoperti è bassa e che l'azienda potrebbe ritenere che mentire sia meno costoso rispetto all'essere trasparente (Ruiz-Blanco, S., Romero, S. & Fernandez-Feijoo, B. ,2022). Le aziende, quindi, potrebbero adottare pratiche di greenwashing se ritengono che i benefici in termini di legittimità (apparire più sostenibili) superino i costi associati, inclusi i rischi di danneggiare la propria reputazione; se l'immagine positiva generata supera i potenziali danni alla reputazione, il greenwashing può sembrare conveniente per l'azienda.

CAPITOLO V: I fattori che influiscono sulla sostenibilità aziendale

Il fine del quinto capitolo è quello di approfondire due fattori che facilitano il processo di integrazione dei fattori ESG nelle attività aziendali, cioè l'impatto della presenza delle donne nel CdA sulla CSR (Corporate Sociale Responsibility) e l'impatto della digitalizzazione sulla CSR (Corporate Sociale Responsibility), focalizzandosi sui vantaggi che la digitalizzazione e in particolare l'uso dei social media può apportare alla Corporate Social Responsibility (CSR).

4.1 La presenza delle donne nel Consiglio di amministrazione

Diversi studi evidenziano che la diversità di genere all'interno del CdA delle aziende porta numerosi benefici come un aumento del valore e della performance d'impresa, un miglioramento della reputazione, una maggiore percezione da parte degli investitori e un miglioramento del processo decisionale aziendale. La diversità di genere è vantaggiosa perché porta nuove competenze, abilità e prospettive differenti nell'ambiente aziendale (Geletkanycz, 2020; Byron e Post, 2016; Post e Byron, 2015; Carter, Simkins & Simpson, 2003). L'assenza di donne nei consigli di amministrazione è un tema molto dibattuto negli ultimi tempi ed è una questione che deve essere affrontata, poiché la diversità di genere nei CdA è associata a benefici. La promozione della diversità di genere nei consigli di amministrazione rientra tra le principali priorità delle aziende dei Paesi sviluppati e dei mercati emergenti (Adams, 2020). Alcuni governi adottano misure più vincolanti per garantire una presenza significativa di donne nei consigli di amministrazione aziendali; ad esempio, il governo norvegese ha stabilito la presenza di almeno il 40% di donne; in Italia, nel 2011 è stata approvata dal Parlamento italiano la legge Golfo- Mosca; questa legge stabilisce quote di genere per i consigli di amministrazione delle società quotate e delle imprese statali pari al 20% o più al primo rinnovo del CdA, e pari al 33% ai rinnovi successivi. Nel 2019, la legge di bilancio (Legge 160/ 2019) ha ulteriormente aumentato la quota al 40%, da rispettare per i tre rinnovi successivi. Tali vincoli imposti rappresentano passi significativi verso una leadership aziendale più inclusiva; infatti, la storia delle donne nei consigli di amministrazione riflette un'evoluzione graduale. In molte società, le donne hanno affrontato sfide nell'accesso a posizioni di leadership aziendale. Solo negli ultimi decenni c'è stata una crescente consapevolezza dell'importanza della diversità di genere nei CdA. Negli anni '70 e '80, diverse nazioni hanno introdotto leggi e politiche per promuovere l'uguaglianza di genere in ambito lavorativo. Tuttavia, la rappresentanza femminile nei consigli di amministrazione è rimasta spesso limitata. Solo più recentemente, molti Paesi hanno adottato quote o obiettivi specifici per aumentare la partecipazione delle donne ai vertici aziendali. La crescente importanza del concetto di diversità di genere è probabilmente collegata anche al fatto che garantire pari opportunità per le donne nella leadership e nel processo decisionale è diventato un obiettivo riconosciuto nei piani di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Il Goal 5, denominato "Uguaglianza di genere", sottolinea l'importanza di raggiungere la parità di genere e l'empowerment delle donne.

Diversi studi documentano che la presenza delle donne nei CdA apporti notevoli benefici alla CSR (Corporate Social Responsibility)(Post, Rahman e Rubow, 2011; Hafsi e Turgut, 2013; Ciocirlan e Pettersson, 2012; Flynn & Adams, 2004; Triana, Miller E Trzebiatowski, 2014; Nielsen & Huse, 2010; Biggins, 1999).

Beji, Yousfi e Loukil (2020) documentano una relazione positiva tra la diversità di genere nei CdA e la performance in materia di responsabilità sociale d'impresa (CSR); associano tale fenomeno al fatto che le donne possono contribuire con nuove prospettive e percezioni, in particolar modo su questioni legate ai diritti umani. Hafsi e Turgut (2013) sostengono che una maggiore diversità di genere nei CdA può portare a dei miglioramenti nelle attività di responsabilità sociale d'impresa (CSR). Kassinis, Panayiotou, Dimou e Katsifaraki (2016) documentano l'esistenza di una relazione positiva tra la diversità di genere nei CdA e la performance ambientale. Nielsen & Huse (2010) documentano che la presenza delle donne nei consigli di amministrazione conduca a un miglioramento dell'efficacia di tali consigli, in particolar modo in relazione alla definizione e all'attuazione di politiche ambientali.

Una rappresentanza più equa di uomini e donne nelle decisioni di governance può essere associata a una migliore gestione delle questioni sostenibili; ma non solo, anche la divulgazione relativa alla CSR (Corporate Social Responsibility) è influenzata positivamente dalla presenza delle donne nei CdA.

Post, Rahman e Rubow (2011), dopo aver analizzato un campione costituito da imprese del settore chimico ed elettronico, hanno scoperto che la presenza delle donne nel CdA è correlata a una miglior qualità della divulgazione riguardo le pratiche ambientali. Bear, Rahman e Post (2010) e Fernandez-Feijoo, Romero e Ruiz-Blanco (2013) documentano che nei Paesi in cui c'è una percentuale più elevata di consigli di amministrazione con almeno tre donne, si osserva un maggiore livello di rendicontazione della responsabilità sociale d'impresa (CSR). Baalouch, Damak & Hussainey (2019) sostengono che la diversità di genere nei consigli di amministrazione potrebbe avere un impatto sulla qualità delle informazioni che un'azienda divulga riguardo alle sue pratiche ambientali; la presenza di uomini e donne in ruoli decisionali può influenzare il modo in cui l'azienda comunica e rende trasparenti le sue azioni e politiche ambientali. Quindi secondo questa prospettiva, la diversità di genere potrebbe essere un fattore chiave nel comprendere le differenze nella divulgazione ambientale tra le aziende. Secondo la teoria della massa critica, Manita, Bruna, Dang e Houanti (2018) documentano che i consigli di amministrazione con meno di tre donne non hanno

un impatto significativo sulla divulgazione ESG. Post et al. (2011) documentano l'importanza della presenza di una "massa critica" di tre o più membri femminili nel CdA in relazione ad una migliore performance ambientale; inoltre, evidenziano che affinché la diversità di genere abbia un impatto positivo gli uomini e le donne devono differire nei loro approcci alla gestione e alla direzione delle attività associate alla CSR. La presenza di almeno tre donne nel consiglio di amministrazione, quindi, è un punto critico per influenzare positivamente la trasparenza e la performance aziendale in ambito ESG.

Tali risultati potrebbero essere giustificati dal fatto che le donne hanno caratteristiche psicologiche, valori ed avversione al rischio differenti rispetto agli uomini. Ad esempio, Adams e Funk (2012), hanno scoperto che le donne dirigenti sono più propense a favorire politiche e pratiche che hanno benefici sociali e comunitari. Biggins (1999) e Galbreath, J.(2011) sostengono che le donne hanno una maggiore sensibilità e capacità di rispondere alle esigenze degli stakeholder rispetto agli uomini. Tale capacità può influire positivamente sulla gestione delle questioni legate alla sostenibilità attraverso una maggiore attenzione alle prospettive degli stakeholder. Manita, Bruna, Dang & Houanti, (2018) hanno scoperto che in base alle caratteristiche psicologiche delle donne, ci si aspetta che partecipino in modo più significativo alle questioni che influenzano gli stakeholder delle imprese e alla Corporate Social Responsibility (CSR); inoltre, ci si aspetta che le donne presenti nei consigli di amministrazione offrano prospettive e indicazioni diverse rispetto agli uomini, in particolar modo per quanto riguarda la disclosure ambientale. Zalata et al. (2019) documentano che le donne CEO sono più precise e accurate anche nella rendicontazione finanziaria, ma non associano tale comportamento a caratteristiche psicologiche o a una maggiore sensibilità delle donna, ma ad una maggiore avversione al rischio di queste ultime. Srinidhi, Gul & Tsui, (2011) hanno scoperto che le donne amministratrici sono particolarmente attente a evitare situazioni che potrebbero compromettere la loro reputazione.

Il ruolo del Consiglio di amministrazione riveste un'importanza cruciale nell'ambito aziendale. Questo organo è responsabile di prendere decisioni chiave, stabilire le politiche aziendali, supervisionare la gestione esecutiva e assicurare il rispetto degli interessi degli azionisti. Inoltre, il Consiglio di amministrazione è coinvolto nella formulazione e nell'approvazione delle strategie a lungo termine dell'azienda e nella gestione dei rischi. Di conseguenza, la sua composizione e le sue decisioni hanno un impatto significativo sulle prestazioni e sulla sostenibilità dell'azienda.

La propensione delle donne a evitare il rischio, la loro precisione nella rendicontazione sostenibile e finanziaria, la sensibilità alla reputazione e l'attenzione agli stakeholder sono tutte qualità che possono giocare un ruolo chiave nel superare le sfide discusse nei capitoli III e IV e cioè l'assenza di metriche standardizzate e il greenwashing. Ci si aspetta, quindi, che la presenza delle donne nei CdA non solo contribuisca a miglioramenti complessivi nella gestione e divulgazione delle CSR (Corporate Social Responsibility), ma possa anche contribuire al superamento delle criticità associate alla valutazione di tali investimenti.

4.2 La digitalizzazione

La digitalizzazione è il processo di utilizzo della tecnologia digitale per trasformare le attività, i processi e i servizi. Coinvolge la conversione di informazioni, dati e processi in formati digitali, rendendoli accessibili, gestibili e manipolabili attraverso sistemi informatici. La digitalizzazione può riguardare una vasta gamma di settori, tra cui comunicazione, produzione, servizi finanziari, istruzione e molti altri, e spesso comporta l'adozione di tecnologie come computer, Internet, software e altre risorse digitali. Il fenomeno ha radici che risalgono almeno agli anni '40 e '50 del XX secolo con i primi computer. Tuttavia, la sua diffusione su vasta scala e la trasformazione di molteplici settori sono diventate più evidenti a partire dagli anni '90 con l'adozione di internet e delle tecnologie digitali. Nel nuovo millennio, la digitalizzazione ha influito su quasi tutti gli aspetti della società e dell'economia. Innovazioni come smartphone, cloud computing, intelligenza artificiale e internet delle cose hanno ridefinito la vita quotidiana e i modelli di business. Oggi, la digitalizzazione continua ad evolversi con sviluppi come la blockchain, l'Edge computing e la realtà aumentata, contribuendo a plasmare il futuro delle interazioni umane e delle attività aziendali. La digitalizzazione può apportare numerosi benefici, tra cui l'efficienza operativa, l'accesso facilitato alle informazioni, l'innovazione accelerata, la comunicazione rapida e la creazione di nuove opportunità commerciali; nell'ambito della CSR (Corporate Social Responsibility) la digitalizzazione può favorire la trasparenza aziendale, facilitare la rendicontazione ambientale e sociale, migliorare la gestione sostenibile delle risorse e promuovere l'impatto sociale positivo attraverso strumenti come la tracciabilità digitale e l'engagement della comunità.

L'impatto delle TIC e dei Big Data e sulla CSR

Branstetter et al. (2018) hanno scoperto che l'utilizzo di tecnologie digitali, come le tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC), i software e i Big Data fornisce un incentivo alle imprese ad aumentare le attività CSR. Le tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) comprendono un'ampia gamma di tecnologie utilizzate per gestire e trasmettere informazioni. Le TIC comprendono hardware, software, reti e servizi che consentono la raccolta, il trattamento, la memorizzazione, la trasmissione e la presentazione delle informazioni in vari contesti. Canarella e Miller (2018) documentano che le TIC e la digitalizzazione basata su Internet (forma di digitalizzazione che si concentra sulle tecnologie basate su internet per migliorare l'efficienza, l'accessibilità e la connettività nelle attività) possono contribuire a ridurre l'asimmetria informativa e i costi di agenzia tra gli stakeholders di un'organizzazione e nel contesto della CSR tale aspetto è di notevole importanza, per incrementare la fiducia degli stakeholder, ridurre il greenwashing etc.

4.2.1 L'impatto dell'IA e della Blockchain sulla CSR

Oltre all'utilizzo delle TIC e dei Big Data, si osserva un aumento dell'adozione di soluzioni come Intelligenza Artificiale (IA), la blockchain e l' IoT da parte di aziende che desiderano migliorare la loro sostenibilità. L'Intelligenza Artificiale (IA) si riferisce a sistemi informatici progettati per eseguire compiti che richiedono intelligenza umana. Questi compiti includono apprendimento automatico, problem-solving, riconoscimento di immagini etc. L'IA mira a creare macchine in grado di apprendere, adattarsi a nuove situazioni e svolgere compiti complessi. L'intelligenza artificiale (IA) ha radici che risalgono almeno agli anni '50 del XX secolo. Uno degli eventi fondamentali è stata la conferenza di Dartmouth nel 1956, occasione in cui il termine "intelligenza artificiale" è stato coniato e il campo è stato ufficialmente inaugurato. Tuttavia, l'IA ha attraversato diverse fasi di sviluppo nel corso del tempo. L'IA è ora onnipresente in molte applicazioni quotidiane, da assistenti virtuali a veicoli autonomi. Il suo sviluppo continua a essere un campo di ricerca attivo con implicazioni profonde per la società e la tecnologia.

L'intelligenza artificiale può giocare un ruolo significativo nell'integrare efficacemente i fattori ESG in azienda, in modi differenti:

- **Raccolta e Analisi dei Dati:** L'Intelligenza Artificiale può automatizzare la raccolta e l'analisi di enormi quantità di dati, consentendo alle aziende di monitorare e valutare le loro

performance ESG in tempo reale. Ciò favorisce una comprensione più approfondita degli impatti ESG. L'Intelligenza artificiale, ad esempio, contribuisce ai programmi ESG monitorando la rimozione di CO2 e la riduzione delle emissioni energetiche (Valdez M, 2022). Tali processi, permettono un miglioramento della qualità e della precisione delle informazioni fornite dalle imprese alle società di rating , e di conseguenza rendono più agevole il processo di standardizzazione degli indicatori utilizzati nei rating.

- **Divulgazione ESG:** i sistemi basati sull'intelligenza artificiale possono facilitare la creazione di report ESG dettagliati e accurati. Automatizzando il processo, le aziende possono migliorare la trasparenza e la precisione delle informazioni divulgate agli investitori, alle parti interessate e al pubblico.
- **Decisioni Basate sui Dati:** Gli algoritmi di IA possono supportare la presa di decisioni aziendali orientate agli obiettivi ESG. Analizzando dati complessi, l'IA può suggerire azioni che contribuiscono a migliorare la sostenibilità e l'impatto sociale di un'azienda. Un esempio è rappresentato dall'applicazione dell'apprendimento automatico e dell'IA da parte di Royal Dutch Shell. L'azienda utilizza queste tecnologie per identificare e ridurre in modo efficace le emissioni di metano alla testa di un pozzo o di una condotta, integrando analisi descrittive e manutenzione preventiva per 500.000 valvole su scala globale. L'IA, oltre a eseguire analisi dei dati, offre un metodo avanzato per identificare informazioni cruciali utilizzabili come base per decisioni aziendali (Valdez M, 2022).
- **Valutazione del Rischio ESG:** l'Intelligenza Artificiale può essere impiegata per identificare e valutare i rischi ESG associati alle operazioni aziendali. Questo aiuta le imprese a comprendere meglio le potenziali vulnerabilità e a sviluppare strategie di mitigazione. Gli algoritmi di machine learning possono essere addestrati sui dati storici per predire possibili scenari futuri e valutare le probabilità di determinati rischi. L'Intelligenza Artificiale può analizzare grandi quantità di dati in tempo reale, identificando pattern e correlazioni che potrebbero sfuggire all'occhio umano. Inoltre, quest'ultima può rilevare anomalie nei dati, indicando situazioni fuori dalla norma che potrebbero rappresentare rischi imminenti. Infine, l'Intelligenza Artificiale può gestire la complessità analizzando simultaneamente diversi fattori e relazioni, offrendo così una visione più completa dei potenziali rischi.

L'intelligenza Artificiale (IA) è sempre più utilizzata per ottimizzare processi e ridurre l'impatto ambientale, quindi per il raggiungimento del Goal 13 "Lotta al cambiamento climatico" dell'Agenda 2030. *Figura 4.1.*

Cosa può fare l'IA	Pericoli e rischi da evitare
Contribuire a diminuire i consumi (intesi come sprechi) e comprendere i costi (intesi non come costi di mercato, ma impatti sull'ambiente che è la vera risorsa preziosa).	Produzioni di device a grande impatto ambientale
Creare un modello di stima degli impatti	Consumi non sostenibili nelle fasi di addestramento delle deep neural network
Ottimizzare le produzioni e i trasporti	Spingere a consumi fuori controllo
Individuare soluzioni a impatto 0	
Spingere verso l'economia circolare	
Creare nuovi materiali (packaging, celle solari, ecc.).	

Figura 4.1: Intelligenza artificiale e sostenibilità

(<https://www.cnr.it/sites/default/files/public/media/attivita/editoria/VOLUME%20FULL%2014%20digital%20LIGHT.pdf>)

Un esempio potrebbe essere il progetto Giappone AIxAI, sviluppato da NTT e Nikken Sekkei Research Institute (NSRI), il quale utilizza un sistema per la gestione intelligente delle città. Integrando dati climatici, energetici e sensoriali sul movimento umano, la tecnologia d'intelligenza artificiale "corevo" di NTT elabora scenari ottimali per risolvere problemi associati alla comunità, al traffico e all'energia. Questa tecnologia ottimizza l'uso dell'aria condizionata, il funzionamento di ascensori e scale mobili etc. Un altro progetto è quello per il quale collaborano la società privata francese Ecojoko e il professore Frédéric Magoules del Dipartimento di Matematica e Informatica dei Sistemi Complessi di CentraleSupélec (Università di Parigi-Saclay) il loro obiettivo è quello di implementare algoritmi di intelligenza artificiale, per ridurre significativamente le emissioni di CO2 negli edifici residenziali (Ferilli, Girardi, Musto, Paolini, Poccianti, Pochettino e Semeraro).

L'Intelligenza Artificiale riveste un ruolo rilevante nell'affrontare sfide associate all'integrazione dei fattori ESG nelle attività aziendali e al cambiamento climatico. Tuttavia, è necessario considerare le sfide di sicurezza associate a queste tecnologie. La raccolta di informazioni richiesta per l'analisi può generare preoccupazioni sulla privacy e sulla gestione dei dati aziendali.

L'impatto della blockchain sulla CSR

La blockchain è una tecnologia che consente di registrare transazioni in modo sicuro, trasparente ed efficiente attraverso una rete di computer interconnessi. A differenza dei database tradizionali centralizzati, in cui i dati sono archiviati in un singolo luogo, la blockchain distribuisce le informazioni su molti nodi della rete. Essenzialmente, una blockchain è composta da "blocchi" di dati, ciascuno contenente un elenco di transazioni. Ogni blocco è collegato al precedente attraverso un codice crittografico, formando una catena continua. Questo collegamento crittografico assicura l'integrità della catena e previene la modifica dei dati storici. Ad esempio, aziende come Microsoft e IBM stanno investendo in progetti di blockchain per tracciare la catena di approvvigionamento e garantire la trasparenza.

La blockchain può agevolare l'integrazione dei fattori ESG (Ambientali, Sociali e di Governance) in azienda in diversi modi:

- **Trasparenza e Tracciabilità:** la blockchain fornisce una registrazione immutabile e trasparente di tutte le transazioni e delle pratiche aziendali, ciò consente un monitoraggio più accurato delle attività legate agli aspetti ESG, migliorando la tracciabilità e la divulgazione delle informazioni a tutti gli stakeholder.
- **Certificazioni e Conformità:** la blockchain semplifica la verifica delle certificazioni ESG e la conformità alle normative. I dati immutabili registrati sulla blockchain forniscono una prova verificabile delle pratiche sostenibili adottate dall'azienda.
- **Catena di Approvvigionamento Sostenibile:** utilizzando la blockchain per registrare e convalidare le informazioni lungo la catena di approvvigionamento, le aziende possono garantire che i fornitori rispettino criteri ESG. Ciò contribuisce a promuovere pratiche sostenibili e responsabili.
- **Token per Investimenti Sostenibili:** la blockchain consente la creazione di token che rappresentano attività sostenibili o progetti ESG. Questo facilita gli investimenti diretti in iniziative a impatto ambientale o sociale positivo, incoraggiando l'allocazione di risorse finanziarie verso obiettivi sostenibili.

- **Votazioni Azionarie ESG:** utilizzando la blockchain, le aziende possono implementare sistemi di voto azionario basati su smart contract, permettendo agli azionisti di esprimere posizioni su questioni legate agli aspetti ESG in modo trasparente e sicuro.
- **Facilitare la valutazione della sostenibilità:** si è già sottolineato il fatto che la valutazione della sostenibilità è inadeguata a causa della mancanza di autenticità, coerenza e trasparenza dei dati. La blockchain potrebbe essere utilizzata per affrontare questi problemi. (Liu, X., Wu, H., Wu, W., Fu, Y., Huang, GQ, 2021).

La blockchain offre un quadro tecnologico che promuove la trasparenza, la responsabilità e l'efficienza nei processi aziendali legati agli aspetti ESG, contribuendo a un'impronta sostenibile e responsabile.

4.2.2 La responsabilità sociale digitale (DSR) nel contesto dei social media

I social media come Twitter, Facebook e Instagram rappresentano strumenti chiave all'interno dell'ambiente digitale, contribuendo alla connettività, alla comunicazione e alla condivisione di informazioni in tempo reale. I social media rivestono un ruolo significativo nel contesto della Corporate Social Responsibility (CSR), perché offrono alle aziende un canale efficace per comunicare le iniziative socialmente responsabili e impegnarsi direttamente con il pubblico. Golob, U., Podnar, K., Elving, W. J., Ellerup Nielsen, A., Thomsen, C., & Schultz, F. (2013) documentano che i social network sono diventati uno dei mezzi più efficaci per le aziende per implementare la RSI. Aziende di varie dimensioni e settori stanno adottando in modo diffuso l'uso dei social media per implementare e comunicare le loro attività sostenibili. Farzin, M., & Fattahi, M. (2018) sostengono che vi sia una relazione tra l'impegno nella RSI la presenza online delle aziende. Tendenzialmente, le imprese che dimostrano livelli più elevati di Responsabilità Sociale d'Impresa (RSI) tendono ad essere più presenti sui social. Tao, W., & Wilson, C. (2015) hanno scoperto che le imprese tendono a concentrare i loro sforzi di comunicazione e coinvolgimento riguardo alle iniziative di RSI principalmente su Facebook rispetto ad altri social media. Fatma, M., Ruiz, A. P., Khan, I. e Rahman, Z. (2020) considerano l'uso dei social media come un elemento chiave per integrare e promuovere

iniziative di responsabilità sociale aziendale, sottolineando l'importanza di considerare l'impatto delle attività online nell'ambito della CSR.

I social media possono essere coinvolti nella CSR in diversi modi:

- **Comunicazione trasparente:** le aziende utilizzano i social media per informare il pubblico sulle proprie attività di CSR, condividendo dettagli sulle iniziative sociali, ambientali ed etiche. Du, S., & Vieira, E. T. (2012) sostengono che l'utilizzo di media interattivi può migliorare l'efficacia della comunicazione riguardo la responsabilità sociale. I social media permettono alle aziende di fornire dettagli e contestualizzare le azioni di CSR, spiegando il motivo dietro le scelte e mostrando l'impatto reale. Le aziende possono utilizzare i social media per condividere rapporti di sostenibilità, risultati delle iniziative CSR e aggiornamenti periodici sulla propria performance ambientale e sociale.
- **Coinvolgimento del pubblico e degli stakeholder:** I social media offrono la possibilità di coinvolgere gli stakeholder, ricevere riscontri e incoraggiare la partecipazione attiva in iniziative di CSR (Lee, J. W., & Kwag, M., 2017; Chae, M. J., 2020).
- **Crowdsourcing per cause sociali:** Le aziende possono utilizzare i social media per raccogliere fondi o idee per progetti CSR attraverso il crowdsourcing.
- **Gestione delle crisi e Reputation Management:** In caso di controversie o problemi relativi alla CSR, le imprese possono utilizzare i social media per reagire rapidamente, affrontare le preoccupazioni del pubblico e mostrare azioni correttive.

Conclusioni

Nel presente elaborato di tesi è stato esplorato il vasto panorama della finanza sostenibile attraverso lo studio dei suoi fondamenti, del quadro legislativo e delle cause del suo sviluppo. Sono stati analizzati i benefici derivanti dall'integrazione dei fattori ESG nelle pratiche aziendali, evidenziando la riduzione del rischio, l'aumento della produttività, la crescita del fatturato, l'impatto sulla performance finanziaria, sul costo del capitale e sul comportamento dei clienti. Sono stati trattati in modo più approfondito questi ultimi tre benefici. Dall'analisi svolta relativa all'impatto della performance ESG sulla performance finanziaria emergono le seguenti conclusioni. In primo luogo, la relazione tra performance ESG e performance finanziaria si rafforza nel lungo termine; aumenta la probabilità di associare positivamente o neutralmente le due variabili in studi aventi un implicito riferimento al lungo periodo. L'integrazione di fattori ESG come strategia d'investimento sostenibile mostra un impatto maggiore sulla performance finanziaria rispetto allo "screening negativo". Durante le crisi economiche e sociali, gli investimenti ESG offrono una sorta di "protezione", come evidenziato dalla sovra performance dei fondi con rating ESG elevati durante la crisi finanziaria del 2008 e il periodo post-Covid. L'impatto della performance ESG delle imprese sulla performance finanziaria è influenzato positivamente da "fattori di mediazione" come le relazioni con gli stakeholder, il rischio, l'efficienza operativa e l'innovazione. Inoltre, la pianificazione e l'attuazione di strategie di decarbonizzazione da parte delle imprese migliorano le performance finanziarie; investire in imprese efficienti dal punto di vista delle emissioni di carbonio è redditizio. La cultura nazionale, ha un forte impatto sulla relazione tra le due variabili, i Paesi caratterizzati da orientamento al futuro, collettivismo istituzionale, orientamento umano, mascolinità e individualismo rivelano una correlazione positiva tra le due variabili; ad esempio, Regno Unito e Stati Uniti, Paesi in cui i punteggi di individualismo sono molto alti, 89 e 91 rispettivamente, è probabile che le imprese assumendo comportamenti responsabili, ottengano maggiori benefici finanziari. Gli studi focalizzati sui portafogli sono quelli con risultati meno soddisfacenti, molto probabilmente a causa del fatto che la performance ottenibile attraverso i portafogli è influenzata

dagli effetti sovrapposti dei rischi idiosincratici e sistematici; inoltre gli studi specifici sui portafogli, in particolar modo quelli sui fondi comuni d'investimento, considerano costi di negoziazione, commissioni di performance e di gestione. Va evidenziato che i risultati derivanti dagli studi di portafoglio sono un sottoinsieme specifico delle pubblicazioni sulla relazione ESG e performance finanziaria e in ogni caso gli investitori in fondi comuni ESG possono aspettarsi di non subire perdite rispetto agli investimenti in fondi tradizionali. Tuttavia, è importante notare che la disclosure ESG da sola non incide significativamente sulla performance finanziaria, ma è importante che sia affiancata da una strategia di attuazione concreta. Molti studi si avvalgono di diverse teorie delle scienze sociali come la teoria degli stakeholder e la teoria della legittimità per comprendere il legame tra performance ESG e performance finanziaria aziendale. Riguardo l'impatto delle pratiche ESG sul costo del capitale, se per quanto riguarda il costo dell'equity le pubblicazioni unanimemente documentano una relazione negativa tra pratiche ESG e costo dell'equity, stesso discorso non può essere fatto per il costo del debito. Nonostante vi siano alcune opinioni contrastanti, sono molti gli studi che documentano una relazione negativa tra le pratiche ESG e costo del debito; il fattore ambientale sembra essere quello che ha un impatto maggiore sul costo del debito. La divulgazione ESG riduce in misura maggiore l'asimmetria informativa tra l'impresa e il finanziatore rispetto alla comunicazione della performance ESG, di conseguenza la divulgazione ESG influisce maggiormente sul costo del debito, superando l'effetto della performance ESG. La comunicazione della performance ESG fornisce informazioni sulle azioni effettivamente intraprese dalle imprese in relazione ai tre fattori ESG, invece la divulgazione ESG offre ulteriori dettagli, come i punti deboli ESG e le strategie per mitigare gli impatti negativi. Molte imprese utilizzano la disclosure ESG con l'obiettivo di migliorare la propria immagine e usufruire dei benefici, in questo caso della riduzione del costo del debito. Analogamente alla performance finanziaria, l'impatto delle pratiche ESG sul costo del debito può essere influenzato da alcune caratteristiche di un Paese. La correlazione negativa tra le pratiche ESG e il costo del debito risulta essere più pronunciata nei Paesi orientati agli stakeholder, nei Paesi in cui l'applicazione delle norme è efficace, nei Paesi in cui le imprese sono motivate ad essere trasparenti e nei Paesi aventi alti punteggi di sostenibilità. Infine, La CSR (Corporate Social Responsibility) ha un impatto positivo sui diversi elementi chiave diversi associati al comportamento dei consumatori come, ad esempio, la fidelizzazione dei clienti, la fedeltà comportamentale, la lealtà attitudinale, l'immagine del marchio e la fedeltà post-recupero. La fedeltà post-recupero è un aspetto rilevante perché rappresenta la capacità dell'azienda di mantenere la clientela anche dopo esperienze negative, è un indicatore della capacità dell'impresa

di gestire situazioni critiche in modo efficace. Questi aspetti, direttamente o indirettamente, influenzano le intenzioni di acquisto dei clienti, contribuendo in modo significativo all'aumento del fatturato. Sebbene i benefici relativi agli investimenti ESG siano molti, vi sono anche delle criticità associate alla valutazione di tali investimenti come la mancanza di affidabilità e credibilità dei rating e il fenomeno del greenwashing. Il processo di valutazione della CSR presenta diverse sfide significative. In primo luogo, la mancanza di standardizzazione provoca un disaccordo tra le valutazioni delle diverse società di rating; tale disaccordo influenza la comparabilità e la precisione dei rating. Inoltre, le valutazioni si basano su informazioni fornite dalle aziende, minando la credibilità e l'obiettività dei rating, poiché le imprese potrebbero presentare le proprie attività in modo positivo. I metodi di valutazione tendono ad enfatizzare una dimensione specifica, principalmente l'aspetto economico. L'enfatizzazione di una dimensione specifica provoca una distorsione dei risultati; il rating ESG non rappresenta l'effettiva attività sostenibile di un'impresa perché nella valutazione ci si è focalizzati solo su un aspetto. La maggior parte delle società di rating valutano solo le grandi aziende trascurando spesso le PMI e le imprese dei Paesi emergenti. Inoltre, l'assegnazione di un singolo punteggio numerico o una lettera semplifica eccessivamente la complessità delle valutazioni, limitando la comprensione dettagliata delle prestazioni CSR aziendali. La mancanza di trasparenza da parte delle società di rating ESG/CSR, crea un vantaggio competitivo per quest'ultime, ma mina la credibilità dei rating. Infine, le società di rating potrebbero avere rapporti stretti con le aziende valutate; questo potrebbe essere un incentivo a manipolare i risultati per ottenere benefici. Tale disaccordo provoca diverse conseguenze come, ad esempio, un impatto negativo sui rendimenti azionari, suggerendo un premio al rischio più elevato per aziende con divergenza nelle valutazioni ESG. La divergenza solleva dubbi sull'accuratezza e l'affidabilità dei rating ESG, considerando che attori chiave basano decisioni su di essi; quest'ultima rappresenta un problema perché introduce incertezza nelle decisioni aziendali e di investimento. La divergenza nei rating ESG introduce complicazioni anche nella ricerca empirica, poiché la scelta del rating utilizzato può portare a risultati divergenti nelle analisi. Questa variabilità complica il processo di ottenere conclusioni coese e affidabili nelle ricerche basate su dati ESG. Nonostante le sfide associate al disaccordo tra i rating è possibile mitigare la mancanza di affidabilità e credibilità di questi ultimi, attraverso il coinvolgimento di diversi stakeholder e l'adozione di approcci finalizzati a potenziare la qualità e la coerenza delle informazioni. Sarebbe opportuno, per superare l'assenza di standardizzazione dei rating, identificare una definizione comune della CSR attraverso il contributo di diversi stakeholder come enti governativi, istituzioni di ricerca, associazioni di settore e terze parti

di valutazione. Fino a tale momento, è suggerita una maggiore divulgazione da parte delle aziende affinché non subiscano penalizzazioni e le società di rating potrebbero ricorrere all'uso di standard di sostenibilità come lo standard CSRR-QS (AI CSRR). Ai ricercatori si suggerisce l'uso di punteggi di diverse società di rating per rendere i risultati generalizzabili e individuare differenze e la replicazione dello stesso studio nel tempo, data la mutabilità delle metodologie di valutazione. Si raccomanda di costruire le ipotesi su singoli pilastri o categorie, anziché basarsi su rating ESG aggregati e di adottare diverse metodologie di ponderazione per affrontare la divergenza di opinione sui pesi attribuiti agli indicatori dai diversi analisti. Per promuovere una valutazione equilibrata della dimensione economica, ambientale e sociale da parte delle società di rating, sarebbe utile identificare ulteriori Business Cases for Sustainability. Per superare la limitazione della valutazione espressa tramite un singolo numero o lettera, è consigliabile divulgare in dettaglio la metodologia di calcolo, consentendo così una comprensione più approfondita rispetto a una valutazione basata solo su un carattere numerico o alfabetico. Infine, per incrementare la trasparenza e l'indipendenza, sarebbe opportuna una maggiore divulgazione delle metodologie di valutazione da parte delle società di rating, l'uso di garanzie indipendenti e il mantenimento di una distanza tra società di rating e aziende valutate. Riguardo il fenomeno del greenwashing, sebbene possa risultare vantaggioso, in certi casi, per gli azionisti, ha effetti complessivi negativi sulla società, riducendo il benessere sociale a causa della scorretta allocazione delle risorse. La percezione o l'esposizione al greenwashing può aumentare il cinismo, la sfiducia e la soddisfazione dei consumatori, influenzando negativamente la fiducia e riducendo la propensione all'acquisto di prodotti sostenibili. Questo effetto può estendersi a investitori, dipendenti e partner commerciali. Il greenwashing ha impatti significativi sulla sfiducia degli investitori, influenzando la percezione di un'azienda come scelta poco affidabile per gli investimenti. Inoltre, può portare a una diminuzione delle opportunità di collaborazione e scambio tra imprese, oltre a minare la fiducia dei lavoratori. Vi sono diverse strategie e fattori che possono contribuire a superare il problema del greenwashing. Aziende quotate in borsa, soggette a normative più stringenti, hanno meno incentivi a praticare il greenwashing. Le imprese che si impegnano nella pubblicazione di bilanci specifici sulla sostenibilità potrebbero essere impegnate più concretamente nella CSR rispetto alle imprese che pubblicano informazioni generiche nei rapporti annuali. Le imprese dei settori più inquinanti sono meno inclini al greenwashing, perché i controlli sono maggiori e vi è un maggior rischio di essere scoperti. In generale, maggiore è il controllo sulle pratiche aziendali, maggiore è il rischio di essere scoperti a praticare greenwashing e minore è la tendenza a praticarlo. Infatti, un maggiore monitoraggio da

parte degli stakeholders, la presenza di membri di ONG nella sede aziendale e il controllo da parte di attivisti ambientali, può ridurre il fenomeno del greenwashing. Anche una maggiore proprietà istituzionale e la presenza di amministratori indipendenti sono associati a una diminuzione del greenwashing. Questo è dovuto al fatto che la scoperta da parte del pubblico dell'adozione di pratiche di greenwashing, da parte di un'azienda, provoca un potenziale deterioramento della reputazione aziendale e della riduzione delle performance, sia in termini di fiducia che di valutazione finanziaria. L'equilibrio tra i benefici di apparire sostenibili e i rischi associati al greenwashing influenza le decisioni delle aziende che possono adottare pratiche di greenwashing se ritengono che i vantaggi superino i costi e i rischi reputazionali. Le problematiche associate alla valutazione degli investimenti sostenibili, quindi, sono in parte risolvibili e superabili con adeguate misure. Sarebbe utile se la ricerca si muovesse in questa direzione in modo tale da incentivare maggiormente investimenti di questo tipo. Ma a prescindere dai benefici e dalle criticità, l'integrazione della sostenibilità è cruciale perché la normativa si sta orientando in questa direzione e le imprese devono mitigare il rischio legislativo per garantire la loro sopravvivenza nel lungo termine. Vi sono alcuni fattori specifici, tra cui la presenza delle donne nei consigli di amministrazione e la digitalizzazione, che contribuiscono al miglioramento della sostenibilità aziendale; le imprese dovrebbero far leva su tali fattori per agevolare l'integrazione della CSR. I diversi fattori contribuiscono in modo differente sulla CSR. Le donne portano nuove prospettive e percezioni, contribuendo a una gestione più sensibile degli stakeholder e delle esigenze sociali. La propensione a evitare il rischio, la precisione nella rendicontazione e l'attenzione alla reputazione sono tutte caratteristiche che possono contribuire a superare le sfide come l'assenza di metriche standardizzate e il greenwashing e possono contribuire anche nel miglioramento della gestione e della divulgazione della CSR. Invece, ad esempio i social media come Twitter, Facebook e Instagram offrono alle aziende canali efficaci per comunicare iniziative socialmente responsabili e interagire direttamente con il pubblico. Questi canali consentono una comunicazione trasparente, permettendo alle aziende di condividere dettagli sulle iniziative sociali, ambientali e etiche. Le aziende possono condividere risultati delle iniziative CSR e utilizzare il crowdsourcing per progetti sociali. L'intelligenza artificiale, facilitando la raccolta e l'analisi dei dati ESG, la rendicontazione, la valutazione del rischio, guidando decisioni orientate alla sostenibilità, riveste un ruolo chiave nell'integrazione dei fattori ESG in azienda. In conclusione, le tecnologie digitali emergono come un driver chiave per migliorare la trasparenza, l'efficacia e l'impatto delle attività di CSR delle aziende. È indiscutibile che l'integrazione dei fattori ESG nelle pratiche aziendali non rappresenta soltanto un

elemento di competitività aziendale, bensì una condizione imprescindibile per fare impresa nell'attuale panorama economico. I dati evidenziano un crescente impatto dei principi ESG nell'influenzare la percezione pubblica delle imprese. Le decisioni aziendali cruciali, come quelle legate agli investimenti, sono sempre più influenzate dalla conformità ai criteri ESG, diventando un criterio fondamentale nella valutazione delle strategie imprenditoriali.

Bibliografia

Adams, M. (2020), "Investors want gender diversity on boards-but aren't sure about targets", available at <https://boardagenda.com/2020/06/25/investors-want-gender-diversity-on-boards-but-arent-sure-abouttargets/> (accessed 21 August 2020).

Agyei, J., Sun, S., Penney, EK, Abrokwah, E., & Ofori-Boafo, R. (2021). Collegamento tra CSR e coinvolgimento del cliente: il ruolo dell'identificazione del marchio del cliente e della soddisfazione del cliente. *SAGE Aperto*, 11 (3). <https://doi.org/10.1177/21582440211040113>

Akturan, U. (2018), "In che modo il greenwashing influisce sull'equità del marchio verde e sull'intenzione di acquisto? Una ricerca empirica", *Marketing Intelligence & Planning*, vol. 36 N. 7, pp. 809-824. <https://doi.org/10.1108/MIP-12-2017-0339>

Alberta Di Giuli, Leonard Kostovetsky, (2014) Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility, *Journal of Financial Economics*, Volume 111, Issue 1, 2014, Pages 158-180, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.002>.

Ali Fatemi, Martin Glaum, Stefanie Kaiser, (2018) ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure, *Global Finance Journal*, Volume 38, 2018, Pages 45-64, ISSN 1044-0283, <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>.

Altis, Equità. Sostenibilità: una valutazione su misura per le PMI. Come valorizzare le condotte ESG delle aziende di piccole e medie dimensioni https://www.equita.eu/static/upload/02_/02_studio-equita-altis---sostenibilita-una-valutazione-su-misura-per-le-pmi_vf.pdf

Antunes D, Santos A, Hurtado A (2015) La comunicazione dell'LCA: la necessità di linee guida per evitare il greenwashing. *Espacios* 36(5):1

Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A. e Tarelli, A. (2021): Sustainable investing with ESG rating uncertainty, *Journal of Financial Economics*, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.009>.

Baalouch, F., Damak, S., & Hussainey, K. (2019). Uno studio sulle determinanti della qualità della divulgazione ambientale: Prove di società francesi quotate in borsa. *Journal of Management and Governance*. 23, 1-33. <https://doi.org/10.1007/s10997-019-09474-0>

Bae, Kee-Hong, Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Chuck C.Y. Kwok, and Ying Zheng. 2019. "Does Corporate Social Responsibility Reduce the Costs of High Leverage? Evidence from Capital Structure and Product Market Interactions." *Journal of Banking & Finance* 100 (March): 135–50. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.007>.

Bajic, S. e Yurtoglu, B. (2018), "Quali aspetti della CSR predicano il valore di mercato dell'impresa?", *Journal of Capital Markets Studies*, vol. 2 N. 1, pp. 50-69. <https://doi.org/10.1108/JCMS-10-2017-0002>

Bandini, Federica; Pallara, Francesca (2021) *Impact Investing: Il quadro italiano*. Bologna: Università di Bologna - Dipartimento di Scienze Aziendali –Yunus Social Business Center (YSBC), p. 158. ISBN 9788854970489. DOI 10.6092/unibo/amsacta/6636

Bansal, P. e Clelland, I. (2004). Talking trash: legittimità, gestione delle impressioni e rischio non sistematico nel contesto dell'ambiente naturale. *Academy of Management Journal*, 47(1), 93-103.

Barko, T., Cremers, M., Renneboog, L., 2018. *Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance* (Center Discussion Paper Series).

Baum L (2012) Non è facile essere verdi... o forse sì? Un'analisi del contenuto delle dichiarazioni ambientali nelle pubblicità delle riviste degli Stati Uniti e del Regno Unito. *Environ Commun* 6(4):423-440. <https://doi.org/10.1080/17524032.2012.724022>

Baum L (2012) Non è facile essere verdi... o forse sì? Un'analisi del contenuto delle dichiarazioni ambientali nelle pubblicità delle riviste degli Stati Uniti e del Regno Unito. *Environ Commun* 6(4):423-440. <https://doi.org/10.1080/17524032.2012.724022>

- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). L'impatto della diversità del consiglio di amministrazione e della composizione di genere sulla responsabilità sociale d'impresa e sulla reputazione dell'azienda. *Journal of Business Ethics*. 97, 207- 231. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0505-2>
- Bebbington, J., Larrinaga, C. e Moneva, J. M. (2008). Reporting sociale d'impresa e gestione del rischio reputazionale . *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 21(3), 337-361.
- Beji, R., Yousfi, O., & Loukil, N. (2020). Diversità dei consigli di amministrazione e responsabilità sociale d'impresa: Prove empiriche dalla Francia. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04522-4>
- Beloe, Seb, Jan Scherer e Ivo Knoepfel (2004) Valori in cambio di denaro: Reviewing the Quality of SRI Research. (2004). Londra/Stoccolma: SustainAbility/Mistra.
- Beloe, Seb, Jan Scherer e Ivo Knoepfel.(2004) Valori in cambio di denaro: Reviewing the Quality of SRI Research. (2004). Londra/Stoccolma: SustainAbility/Mistra.
- Ben-Amar, Walid, and Philip McIlkenny. 2014. "Board Effectiveness and the Voluntary Disclosure of Climate Change Information." *Business Strategy and the Environment* 24 (8): 704–19. <https://doi.org/10.1002/bse.1840>.
- Biggins, J. V. (1999). Far funzionare la diversità nei Consigli di amministrazione. *Consiglio d'amministrazione*. 20(117), 11-17.
- Billio, Monica, Michele Costola, Iva Hristova, Carmelo Latino, and Loriana Pelizzon. 2021. "Inside the ESG Ratings: (Dis)Agreement and Performance." *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 28 (5): 1426–45. <https://doi.org/10.1002/csr.2177>.
- Bonnie Buchanan, Cathy Xuying Cao, Chongyang Chen, Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership, *Journal of Corporate Finance*, Volume 52, 2018, Pages 73-95, ISSN 0929-1199, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.07.004>.
- Boubaker, Sabri, Alexis Cellier, Riadh Manita, and Asif Saeed. 2020. "Does Corporate Social Responsibility Reduce Financial Distress Risk?" *Economic Modelling* 91 (May). <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.05.012>
- Branstetter, L., Drev, M., Kwon, N., 2018. Seguire il programma: innovazione guidata dal software nella produzione tradizionale. *Manag. Sci.* 65 (2), 541-558. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2017.2960>.
- Byron, K. and Post, C. (2016), "Women on boards of directors and corporate social performance: a Metaanalysis", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 24 No. 4, pp. 428-442.

Canarella, G., Miller, S.M., 2018. Le determinanti della crescita dell'industria statunitense delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT): un'analisi a livello aziendale. *Econ. Modell.* 70,

Capizzi Vincenzo, Eleonora Gioia, Giancarlo Giudici, e Francesca Tenca. (2021). "THE DIVERGENCE of ESG RATINGS: AN ANALYSIS of ITALIAN LISTED COMPANIES." *Journal of Financial Management, Markets and Institutions* 9 (2). <https://doi.org/10.1142/s2282717x21500067>.

Capizzi, V. , Gioia, E. , Giudici, G. , & Tenca, F. (2021). La divergenza dei rating ESG: un'analisi delle società quotate italiane . *Giornale di gestione finanziaria, mercati e istituzioni* , 9 (2) , 1-21.<https://doi.org/10.1142/s2282717x21500067>

Carlson L, Grove SJ, Kangun N (1993) Un'analisi del contenuto delle affermazioni pubblicitarie ambientali: un approccio basato sul metodo della matrice. *J Advert* 22(3):27-39

Caroline Flammer (2015) La responsabilità sociale delle imprese porta a prestazioni finanziarie superiori? Un approccio alla discontinuità della regressione. *Scienze gestionali* 61(11):2549-2568. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2038>

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review.*, 38(1), 33–53. DOI: 10.1111/1540- 6288.00034

CHAE, M. J. (2020). Gli effetti del tono e dei formati dei messaggi CSR sull'impegno nei social media. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 501-512. doi:10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.501.

Chang, C.-H., Chen, S.-S., Chen, Y.-S., Peng, S.-C., 2019. Impegno a costruire la fiducia da parte delle imprese socialmente responsabili: evidenze dal possesso di liquidità. *J. Corp. Finan.* 56, 364-387.

Chatterji, A., Durand, R., Levine, D., & Touboul, S. (2014). I rating delle imprese convergono? Implicazioni per la ricerca strategica. *UC Berkeley: Istituto per la ricerca sul lavoro e l'occupazione* . Estratto da <https://escholarship.org/uc/item/21t0n6wg>

Chatterji, Aaron K. e David I. Levine (2006) "Abbatere il muro dei codici: Valutazione della misurazione delle prestazioni non finanziarie". *California Management Review* 48.2 (2006): 29- 51. Stampa.

Chatterji, Aaron K., David I. Levine e Michael W. Toffel (2009). "Quanto bene i rating sociali misurano effettivamente la responsabilità sociale delle imprese?". *Journal of Economics & Management Strategy* 18.11: 125- 69. Stampa

Chatterji, Aaron K., David I. Levine e Michael W. Toffel. (2006) "Quanto bene i rating sociali misurano effettivamente la responsabilità sociale delle imprese?". *Journal of Economics & Management Strategy* 18.11 (2009): 125- 69. Stampa

Chatterji, Aaron K., Rodolphe Durand, David I. Levine, and Samuel Touboul, (2016). "Do Ratings of Firms Converge? Implications for Managers, Investors and Strategy Researchers." *Strategic Management Journal* 37 (8): 1597–1614. <https://doi.org/10.1002/smj.2407>.

Chebbi, Kaouthar, Mishary Aliedan, and Abdulaziz Alsahlawi (2003) n.d. "Women on the Board and Environmental Sustainability Reporting: Evidence from France." *International Journal of Innovation, Creativity and Change*. *Www.ijicc.net* 14 (11): 2020. Accessed November 19, 2023. https://www.ijicc.net/images/Vol_14/Iss_11/141115_Chebbi_2020_E1_R.pdf

Chomvilailuk, R. e Butcher, K. (2018), "L'impatto delle comunicazioni di marketing strategico CSR sul coinvolgimento del cliente", *Marketing Intelligence & Planning*, vol. 36 N. 7, pp. 764-777. <https://doi.org/10.1108/MIP-10-2017-0248>

Cornell, Bradford e Damodaran, Aswath (2020), Valutare l'ESG: fare bene o suonare bene? (20 marzo 2020). NYU Stern School of Business, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3557432> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3557432>

Cregan, Charlie, J. Andrew Kelly, and J. Peter Clinch. 2023. "Are Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings Reliable Indicators of Emissions Outcomes? A Case Study of the Airline Industry." *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, September. <https://doi.org/10.1002/csr.2608>.

Dane M. Christensen , George Serafeim , Anywhere Sikochi (2022); Perché la virtù aziendale è negli occhi di chi guarda? Il caso dei rating ESG. *La Revisione Contabile* 1° gennaio 2022; 97 (1): 147–175. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506>

Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). L'obbligatorietà degli IFRS nel mondo: I primi dati sulle conseguenze economiche. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1085-1142.

Delmas M, Burbano V (2011) The drivers of greenwashing. *Calif Manag Rev* 54(1):64-87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>

Delmas M, Burbano V (2011) The drivers of greenwashing. *Calif Manag Rev* 54(1):64-87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>

Delmas M, Burbano V (2011) The drivers of greenwashing. *Calif Manag Rev* 54(1):64-87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>

Delmas, MA e Burbano, VC (2011). I fattori determinanti del greenwashing. *California Management Review*, 54 (1), 64-87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>

Delmas, MA e Burbano, VC (2011). I fattori determinanti del greenwashing. *California Management Review*, 54 (1), 64-87. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>

Delmas, Magali e Vered Doctori-Blass.(2010) "Misurare la performance ambientale delle imprese: i trade-off dei rating di sostenibilità". *Business Strategy and the Environment* 19.4: 245-260. Stampa.

Delmas, Magali, and Vered Doctori Blass. 2010. "Measuring Corporate Environmental Performance: The Trade-Offs of Sustainability Ratings." *Business Strategy and the Environment* 19 (4): 245–60. <https://doi.org/10.1002/bse.676>.

Devalle, Alain, and Simona Fiandrino. 2017. "ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where They Stand Nowadays Valter Cantino Full Professor of Accounting." *International Journal of Business and Social Science* 8 (5). <https://iris.unito.it/retrieve/e27ce42c-02cf-2581-e053-d805fe0acbaa/15.pdf>.

Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). La divulgazione della responsabilità sociale d'impresa e il costo del capitale azionario: Il ruolo dell'orientamento agli stakeholder e della trasparenza finanziaria. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355.

Dillenburg, Stephen, Timothy Greene e Homer Erekson (2003) "Approccio agli investimenti socialmente responsabili con uno schema di rating completo: Impatto sociale totale". *Giornale di etica degli affari* 43.3 (2003): 167-177. Stampa.

Downing, Nicholas e Paterlini, Sandra e Paiella, Monica,(2022) L'importanza della diversità del consiglio di amministrazione e della centralità della rete nei punteggi ESG (7 novembre 2022). Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4270659> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4270659>

Du, S., & Vieira, E. T. (2012). La ricerca della legittimità attraverso la responsabilità sociale d'impresa: Insights from Oil Companies. *Journal of Business Ethics*, 110(4), 413-427. doi:10.1007/s10551-012-1490-4.

Elias Erragragui (2018), Do creditors price firms' environmental, social and governance risks?, *Research in International Business and Finance*, Volume 45, 2018, Pages 197-207, ISSN 0275-5319, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.151>.

Eliwa, Yasser, Ahmed Aboud, and Ahmed Saleh. 2019. "ESG Practices and the Cost of Debt: Evidence from EU Countries." *Critical Perspectives on Accounting* 79 (August): 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>.

Ellen Pei-yi Yu, Bac Van Luu, Catherine Huirong Chen, Greenwashing in environmental, social and governance disclosures, *Research in International Business and Finance*, Volume 52, 2020, 101192, ISSN 0275-5319, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192>. PRIMO STUDIO SUL GREENWASHING

Epstein, Marc J. (2008) *Making Sustainability Work: Best Practices in Managing and Measuring Corporate Social, Environmental, and Economic Impacts*. Sheffield: Greenleaf Publishing, . Stampa.

Eun-Hee Kim ,Thomas P. Lyon (2014) Greenwash vs. Brownwash: esagerazione e indebita modestia nella divulgazione della sostenibilità aziendale. *Scienza dell'Organizzazione* 26(3):705-723.

EUR-Lex - 02019R2088-20200712 - EN - EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:02019R2088-20200712>

EUR-Lex - 32020R0852 - EN - EUR-Lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32020R0852>

EUROSIF (2016). *European SRI Study 2016* (<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/03/Eurosif-SRI-study-2016.pdf>)

EUROSIF (2018). *European SRI Study 2018*. (<https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/10/European-SRI-2018-Study.pdf>)

Fang Gao, Yi Dong , Chenkai Ni & Renhui Fu (2016) Determinanti e conseguenze economiche della qualità dell'informativa non finanziaria, *European Accounting Review*, 25:2, 287-317, DOI:[10.1080/09638180.2015.1013049](https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1013049)

Farzin, M., & Fattahi, M. (2018) . eWOM attraverso i siti di social network e impatto sull'intenzione di acquisto e sull'immagine del marchio in Iran. *Journal of Advances in Management Research*, 15(2), 161-183. doi:10.1108/JAMR-05-2017-0062.

Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2017). Performance ESG e valore aziendale: Il ruolo moderatore della divulgazione. *Global Finance Journal*. Di prossima Fatma, M. , Khan, I. e Rahman, Z. (2016), "L'effetto della CSR sulle risposte comportamentali dei consumatori dopo il fallimento e il ripristino del servizio", *European Business Review* , vol. 28 n. 5, pp. 583-599. <https://doi.org/10.1108/EBR-11-2015-0134>

Fatma, M., Ruiz, A. P., Khan, I. e Rahman, Z. (2020). L'effetto dell'impegno nella CSR sull'eWOM sui social media. *International Journal of Organizational Analysis*, 28(4), 941-956. doi:10.1108/IJOA-10-2019-1895.

Fernandez-Feijoo, B., Romero, S. e Ruiz-Blanco, S. (2014). Le donne nei consigli di amministrazione: Influenzano il reporting di sostenibilità? *Responsabilità sociale d'impresa e gestione ambientale*. 21, 351-64. <https://doi.org/10.1002/csr.1329>

Ferrell, A., Liang, H., Renneboog, L., 2016. Imprese socialmente responsabili. *J. Financ. Econ.* 122 (3), 585-606.

Florian Berg, Julian F Kölbl, Roberto Rigobon (2022), Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings, *Review of Finance*, volume 26, numero 6, novembre 2022, pagine 1315–1344, <https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>

Flynn, P. e Adams, S. (2004). I cambiamenti porteranno più donne nei Consigli di amministrazione. *Financial Executive*. 20, 32-35.

Fowler, Stephen J. e Chris Hope (2007) "Una revisione critica degli indici di sostenibilità aziendale e del loro impatto". *Journal of Business Ethics* 76.3: 243-252. Stampa.

Freitas Netto Sebastião Vieira, Sobral Marcos Felipe Falcão, Ribeiro Ana Regina Bezerra, Friede, Gunnar, Timo Busch, and Alexander Bassen. 2015. "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies." *Journal of Sustainable Finance & Investment* 5 (4): 210–33. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>.

Galbreath, J.(2011): Esistono influenze di genere sulla sostenibilità aziendale? Uno studio sulle donne nei Consigli di amministrazione. *Giornale di gestione e organizzazione* 17(1), 17-38 (2011)

Gao Shang, Meng Fanchen, Wang Wenshuai, Chen Wenxin (2023) Does ESG always improve corporate performance? Evidence from firm life cycle perspective, *Frontiers in Environmental Science*, Vol. 11, <https://www.frontiersin.org/articles/10.3389/fenvs.2023.1105077> DOI=10.3389/fenvs.2023.1105077

Gao, L., Zhang, J.H., 2015. L'appianamento degli utili delle imprese, la responsabilità sociale d'impresa e la valutazione. *J. Corp. Finan.* 32, 108-127.

Gatti, Lucia, Marta Pizzetti, and Peter Seele. 2021. "Green Lies and Their Effect on Intention to Invest." *Journal of Business Research* 127 (April): 228–40. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.01.028>.

Geletkanycz, M.A. (2020), "Social movement spillover: barriers to board gender diversity posed by contemporary governance reform", *The Leadership Quarterly*, Vol. 31 No. 6, p. 101438.

Ghoul, S., Guedhami, O. & Kim, Y. Istituzioni a livello nazionale, valore dell'impresa e ruolo delle iniziative di responsabilità sociale delle imprese. *J Int Bus Stud* 48, 360–385 (2017). <https://doi.org/10.1057/jibs.2016.4>

Ghoul, S., Guedhami, O. & Kim, Y. Istituzioni a livello nazionale, valore dell'impresa e ruolo delle iniziative di responsabilità sociale delle imprese. *J Int Bus Stud* 48, 360–385 (2017). <https://doi.org/10.1057/jibs.2016.4>

Gillan, S., Hartzell, J.C., Koch, A., Starks, L., 2010. Scelte ESG ambientali, sociali e di governance delle imprese, performance e motivazione manageriale. Documento di

Gillan, Stuart L., Andrew Koch, and Laura T. Starks. (2021). "Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance." *Journal of Corporate Finance* 66 (February): 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>.

Globescan.(2011) Gli esperti si fidano meno delle organizzazioni di rating che delle ONG e dei dipendenti come giudici della performance di sostenibilità. (2010). Web. 22 feb.

Golob, U., Podnar, K., Elving, W. J., Ellerup Nielsen, A., Thomsen, C., & Schultz, F. (2013). La comunicazione della RSI: Quo vadis? *Comunicazione aziendale: An International Journal*, 18(2), 176-192. doi:10.1108/13563281311319472.

Goss, A., Roberts, G.S., 2011. L'impatto della responsabilità sociale delle imprese sul costo dei prestiti bancari. *J. Bank. Financ.* 35 (7), 1794-1810

Graafland, Johan J., Sylvester C. W. Eijffinger e Hugo Smid (2004) "Benchmarking della responsabilità sociale d'impresa: Problemi metodologici e robustezza". *Journal of Business Ethics* 53.1/2 (2004): 137-152. Stampa.

Guo R, Tao L, Yan L, Gao P (2014) The effect path of greenwashing brand trust in Chinese microbiological industry from decoupling view. *Indian J* 10(7):1827-1831

Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). La diversità nei consigli di amministrazione e il suo effetto sulla performance sociale: Concettualizzazione e prove empiriche. *Journal of Business Ethics*. 103(3), 385-402. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1272-z>

Hartmann P, Apaolaza-Ibáñez V (2009) La pubblicità verde rivisitata. *Int J Advert* 28(4):715-739. <https://doi.org/10.2501/s0265048709200837>

Henisz, Witold, Tim Koller, and Robin Nuttall. 2019. "Five Ways That ESG Creates Value Getting Your Environmental, Social, and Governance (ESG) Proposition Right Links to Higher Value Creation. Here's Why." <http://dln.jaipuria.ac.in:8080/jspui/bitstream/123456789/2319/1/Five-ways-that-ESG-creates-value.pdf>.

Henri Servaes, Ane Tamayo, (2013) L'impatto della responsabilità sociale delle imprese sul valore dell'impresa: il ruolo della consapevolezza del cliente. *Scienze gestionali* 59(5):1045-1061. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>

Hiroyuki Aman, Pascal (2013) Nguyen, Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms, *Research in International Business and Finance*, Volume 29, 2013, Pages 14-34, ISSN 0275-5319, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.02.002>.

Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., & Schröder, M. (2016). Gli effetti delle caratteristiche di sostenibilità delle imprese e dei Paesi sul costo del debito: An international investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 158-190.

Hoepner, Andreas, Ioannis Oikonomou, Bert Scholtens, and Michael Schröder (2016), "The Effects of Corporate and Country Sustainability Characteristics on the Cost of Debt: An International Investigation." *Journal of Business Finance & Accounting* 43 (1-2): 158–90. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12183>.

Hofstede, G. (1980). Motivazione, leadership e organizzazione: Le teorie americane sono applicabili all'estero? *Organizational Dynamics*, 9(1), 42-63. [https://doi.org/10.1016/0090-2616\(80\)90013-3](https://doi.org/10.1016/0090-2616(80)90013-3)

Hofstede, G. (1985). L'interazione tra sistemi di valori nazionali e organizzativi. *Journal of Management Studies*, 22(4), 347-357. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1985.tb00001.x> (p. 348).

Hofstede, G., Hofstede, G. J., & Minkov, M. (2010). *Culture e organizzazioni: Software della mente* (terza ed.). New York: McGraw-Hill (p. 15)

Hofstede, Geert. 2010. "The GLOBE Debate: Back to Relevance." *Journal of International Business Studies* 41 (8): 1339–46. <https://doi.org/10.1057/jibs.2010.31>.

Joseph Engelberg, Pengjie Gao, Christopher A. Parsons, (2012) Friends with money, *Journal of Financial Economics*, Volume 103, Issue 1, 2012, Pages 169-188, ISSN 0304-405X, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.003>.

Jung, J., Herbohn, K. & Clarkson, P. (2018) Rischio del carbonio, consapevolezza del rischio del carbonio e costo del finanziamento del debito. *J Bus Etica* 150, 1151–1171 (2018). <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3207-6>

Kassinis, G., Panayiotou, A., Dimou, A., & Katsifaraki, G. (2016). Genere e sostenibilità ambientale: Un'analisi longitudinale. *Responsabilità sociale d'impresa e gestione ambientale*. 23, 399- 412. <https://doi.org/10.1002/csr.1386>

Kim, J., Fairclough, S. e Dibrell, C. (2017). Attenzione, azione e greenwash nelle imprese a conduzione familiare? Prove di industrie inquinanti. *Organizzazione e ambiente*, 30(4), 304-323.

King, A. A. e Lenox, M. J. (2000). Autoregolamentazione dell'industria senza sanzioni: Il programma di cura responsabile dell'industria chimica. *Academy of Management Journal*, 43, 698-716. <https://doi.org/10.2307/1556362>

Kitson, A. (1996). Prendere il polso della situazione: l'etica e la banca cooperativa britannica. *Journal of Business Ethics*, 15(9), 1021-1031.

Laufer, William S. (2003) "Responsabilità sociale e greenwashing aziendale". *Journal of Business Ethics* 43.3 : 253-61. Stampa

Laufer, William S.(2003), "Responsabilità sociale e greenwashing aziendale". *Journal of Business Ethics* 43.3 (2003): 253-61. Stampa

lavoro non pubblicato.

Lee, H. J., & Rhee, T. H. (2023). How Does Corporate ESG Management Affect Consumers' Brand Choice? *Sustainability (Switzerland)*, 15(8), 6795. doi:10.3390/su15086795

Lee, J. W., & Kwag, M. (2017). Strategia di marketing aziendale attraverso i social media: Un caso di studio del Ritz-Carlton Seoul. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 4(1), 79-86. doi:10.13106/jafeb.2017.vol4.no1.79.

Liao, L., Luo, L., & Tang, Q. (2015). Diversità di genere, indipendenza del Consiglio di amministrazione, comitato ambientale e divulgazione dei gas serra. *British Accounting Review*. 47(4), 409-424. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.01.002>

Lins, Karl V., Henri Servaes, and Ane Tamayo. 2017. "Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis." *The Journal of Finance* 72 (4): 1785–1824.

Lione, TP, Montgomery,(2013) AW Tweetjacked: l'impatto dei social media sul greenwashing aziendale. *J Bus Etica* 118 , 747–757 (2013). <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1958-x>

Liu, X., Wu, H., Wu, W., Fu, Y., Huang, GQ (2021). Quadro di reporting ESG abilitato alla blockchain per una catena di fornitura sostenibile. In: Scholz, SG, Howlett, RJ, Setchi, R. (a cura di) *Sustainable Design and Manufacturing 2020. Smart Innovation, Systems and Technologies*, vol 200. Springer, Singapore. https://doi.org/10.1007/978-981-15-8131-1_36

Lyon T, Maxwell J (2011) Greenwash: la divulgazione ambientale delle imprese sotto la minaccia di un audit. *J Econ Manag Strategy* 20(1):3-41. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2010.00282.x>

Lyon T, Montgomery A (2015) The means and end of greenwash. *Organ Environ* 28(2):223-249. <https://doi.org/10.1177/1086026615575332>

Mandhachitara, R. e Poolthong, Y. (2011), "Un modello di fidelizzazione del cliente e responsabilità sociale delle imprese", *Journal of Services Marketing*, vol. 25 n. 2, pp. 122-133. <https://doi.org/10.1108/08876041111119840>

Manita, R., Bruna, M. G., Dang, R., & Houanti, L. (2018). Diversità di genere nei consigli di amministrazione e divulgazione ESG: prove dagli Stati Uniti. *Journal of Applied Accounting Research*. 19 (2), 206-224. <https://doi.org/10.1108/jaar-01-2017-0024>

Manita, R., Bruna, M. G., Dang, R., & Houanti, L. (2018). Diversità di genere nei Consigli di amministrazione e divulgazione ESG: prove dagli Stati Uniti. *Journal of Applied Accounting Research*. 19 (2), 206-224. <https://doi.org/10.1108/jaar-01-2017-0024>

Marcia Millon Cornett, Otgontsetseg Erhemjamts, Hassan Tehranian, 2016, Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis, *Journal of Banking & Finance*, Volume 70, 2016, Pages 137-159, ISSN 0378-4266, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.024>.

Margolis, Joshua D. e Elfenbein, Hillary Anger e Walsh, James P., Vale la pena essere buoni...e importa? Una meta-analisi del rapporto tra performance sociale e finanziaria delle imprese (1° marzo 2009). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1866371>

Marin, L., Ruiz, S. e Rubio, A. (2009), Il ruolo della rilevanza dell'identità negli effetti della responsabilità sociale delle imprese sul comportamento dei consumatori. *J Bus Etica* 84, 65–78 (2009). <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9673-8>

Markham D, Khare A, Beckman T (2014) Greenwashing: una proposta per limitarne la diffusione. *J Environ Assess Policy Manag* 16(04):1450030. <https://doi.org/10.1142/s1464333214500306>

Marlene Plumlee, Darrell Brown, Rachel M. Hayes, R. Scott Marshall, Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence, *Journal of Accounting and Public Policy*, Volume 34, Issue 4, 2015, Pages 336-361, ISSN 0278-4254, <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>.

Marquis, Christopher, Michael W. Toffel, and Yanhua Zhou. 2016. "Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing." *Organization Science* 27 (2): 483–504.

Masulis, R.W., Reza, S.W., 2015. Problemi di agenzia della filantropia aziendale. *Rev. Financ. Stud.* 28 (2), 592-636.

McWilliams, Abigail, and Donald Siegel. 2000. "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?" *Strategic Management Journal* 21 (5): 603–9. [https://doi.org/10.1002/\(sici\)1097-0266\(200005\)21:5%3C603::aid-smj101%3E3.0.co;2-3](https://doi.org/10.1002/(sici)1097-0266(200005)21:5%3C603::aid-smj101%3E3.0.co;2-3).

Mombeuil, C. e Fotiadis, AK (2017), "Valutare l'effetto della percezione dei clienti della responsabilità sociale delle imprese sulla fiducia dei clienti in un contesto di scarsa fiducia culturale", *Social Responsibility Journal*, vol. 13 n. 4, pp. 698-713. <https://doi.org/10.1108/SRJ-02-2017-0032>

Monomita Nandy, Suman Lodh, (2012), Do banks value the eco-friendliness of firms in their corporate lending decision? Some empirical evidence, *International Review of Financial Analysis*, Volume 25, 2012, Pages 83-93, ISSN 1057-5219, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.06.008>.

Nielsen, S. e Huse, M. (2010). Il contributo delle donne nei consigli di amministrazione: andare oltre la superficie. *Corporate Governance: An International Review*. 18(2), 136- 148. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00784.x>

Parguel B, Benoit-Moreau F, Russell C (2015) Evocare la natura nella pubblicità può ingannare i consumatori? Il potere dell'"executional greenwashing". *Int J Advert* 34(1):107-134. <https://doi.org/10.1080/02650487.2014.996116>

Paul Thompson, Christopher J Cowton, Bringing the environment into bank lending: implications for environmental reporting, *The British Accounting Review*, Volume 36, Issue 2, 2004, Pages 197-218, ISSN 0890-8389, <https://doi.org/10.1016/j.bar.2003.11.005>.

Pivato, Sergio, Nicola Misani, and Antonio Tencati. 2008. "The Impact of Corporate Social Responsibility on Consumer Trust: The Case of Organic Food." *Business Ethics: A European Review* 17 (1): 3–12. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8608.2008.00515.x>.

Pizzetti, M., Gatti, L., & Seele, P. (2019). Le aziende parlano, i fornitori camminano: Analizzare il locus of greenwashing nel gioco della colpa e introdurre il "greenwashing vicario". *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04406-2>

Poolthong, Y. e Mandhachitara, R. (2009), "Aspettative dei clienti in termini di CSR, qualità del servizio percepita ed effetto del marchio nel settore bancario al dettaglio thailandese", *International Journal of Bank Marketing*, vol. 27 n. 6, pp. 408-427. <https://doi.org/10.1108/02652320910988302>

Post, C. and Byron, K. (2015), "Women on boards and firm financial performance: a meta- analysis", *Academy of Management Journal*, Vol. 58 No. 5, pp. 1546-1571.

Post, C., Rahman, N., & McQuillen, C. (2015). Dalla composizione del consiglio di amministrazione alla performance ambientale aziendale attraverso alleanze a tema sostenibilità. *Journal of Business Ethics*. 130, 423-435. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2231-7>

Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. (2011). Green governance: Composizione dei consigli di amministrazione e responsabilità sociale d'impresa ambientale. *Business & Society*. 50(1), 189-223. <https://doi.org/10.1177/0007650310394642>

Post, C., Rahman, N., Rubow, E.: Green governance: Composizione dei Consigli di amministrazione e responsabilità sociale d'impresa ambientale. *Business & Society* 50(1), 189-223 (2011)

pubblicazione.

Puriwat, Wilert e Suchart Tripopsakul. 2023. "La sostenibilità è importante: svelare il potere dei fattori ESG nel promuovere l'amore e la fedeltà al marchio tra le generazioni e il coinvolgimento dei prodotti" *Sostenibilità* 15, n. 15: 11578. <https://doi.org/10.3390/su151511578>)

PwC. Corporate Sustainability Reporting Directive: la nuova direttiva che cambia lo scenario ESG <https://www.pwc.com/it/it/publications/docs/pwc-csrd-nuova-direttiva-scenario-esg.pdf>

PwC. Direttiva UE 2014/95. Siete pronti per la nuova disclosure?. I contenuti della direttiva <https://www.pwc.com/it/it/services/audit-assurance/assets/docs/direttiva-ue201495.pdf>

Rajna Gibson Brandon , Philipp Krueger e Peter Steffen Schmidt (2021) Disaccordo sui rating ESG e rendimenti azionari, *Financial Analysts Journal*, 77:4, 104-127, DOI:10.1080/0015198X.2021.1963186

Ramesh, M. e Rai, N. D. (2017). Il commercio della conservazione: Un'area marina protetta come soluzione ecologica. *Politica marina*, 82, 25-31. <https://doi.org/10.1016/j.marpol.2017.04.020>

Ramus, Catherine A. e Ivan Montiel.(2005) "Quando le politiche ambientali aziendali sono una forma di greenwashing?". *Business Society* 44.4: 377-414. Stampa.

Refinitiv (2022). Environmental, Social and Governance scores from Refinitiv https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

Renée B. Adams ,Patricia Funk , (2011) Oltre il soffitto di vetro: il genere conta?. *Scienze gestionali* 58(2):219-235.

Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou e George Serafeim (2014), L'impatto della sostenibilità aziendale sui processi e sulle prestazioni organizzative. *Scienze gestionali* 60(11): tra 2835 e 2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.11984>

Rui Albuquerque, Yrjo Koskinen, Chendi Zhang (2018) Responsabilità sociale delle imprese e rischio d'impresa: teoria ed evidenza empirica. *Scienze gestionali* 65(10):4451-4469.<https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>

Ruiz-Blanco, S., Romero, S. & Fernandez-Feijoo, B.(2022) Verde, blu o nero, ma lavaggio—Quali caratteristiche aziendali determinano il greenwashing?. *Environ Dev Sustain* 24 , 4024–4045 (2022). <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01602-x>

Sadowski, Michael, Kyle Whitaker e Frances Buckingham. (2011) Valutare i valutatori. Fase due. Inventario dell'universo dei valutatori. 2010. Web. 23 febbraio 2011.

Sadowski, Michael, Kyle Whitaker e Frances Buckingham. (2011) Valutare i valutatori. Fase due. Inventario dell'universo dei valutatori. 2010. Web. 23 febbraio 2011.

Sadowski, Michael, Kyle Whitaker, Mark Lee e Alicia Ayars.(2011), Valutare i valutatori. Fase quattro. Il futuro necessario delle valutazioni. 2011. Web 08 Aug 2011. .

Schäfer, Henry, Jana Beer, Jan Zenker e Pedro Fernandes (2006) Chi è chi nella valutazione della responsabilità sociale d'impresa? Un'indagine sui sistemi di rating stabiliti a livello internazionale che misurano la responsabilità d'impresa. (2006). Gütersloh/Stoccarda: Fondazione Bertelsmann/Università di Stoccarda

Schäfer, Henry, Jana Beer, Jan Zenker e Pedro Fernandes.(2006) Chi è chi nella valutazione della responsabilità sociale d'impresa? Un'indagine sui sistemi di rating stabiliti a livello internazionale che misurano la responsabilità d'impresa. (2006). Gütersloh/Stoccarda: Fondazione Bertelsmann/Università di Stoccarda

Schaltegger, Stefan e Marcus Wagner.(2006), "Gestire e misurare il business case per la sostenibilità. Cogliere la relazione tra performance di sostenibilità, competitività aziendale e risultati economici", in: Schaltegger, Stefan e Marcus Wagner (2006): Gestire il business case della sostenibilità. L'integrazione delle prestazioni sociali, ambientali ed economiche. Sheffield: Greenleaf, 2006. 1-27. Stampa

Schaltegger, Stefan.(1997) "Costi dell'informazione, qualità dell'informazione e coinvolgimento degli stakeholder - la necessità di standard internazionali di contabilità ecologica". Eco- Management and Auditing 4.3

Seele, P. e Gatti, L. (2017). Il greenwashing rivisitato: In search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies. *Strategia aziendale e ambiente*, 26(2), 239-252. Shabana, K. M., & Ravlin, E. C. (2016). Il reporting della responsabilità sociale d'impresa come comportamento sostanziale e simbolico: Un'analisi teorica multilivello. *Business and Society Review*, 121(2), 297-327

Shin, Jiyoung, Jon Jungbien Moon, and Jingoo Kang. 2022. "Where Does ESG Pay? The Role of National Culture in Moderating the Relationship between ESG Performance and Financial Performance." *International Business Review* 32 (3): 102071. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2022.102071>.

Siano A, Vollero A, Conte F, Amabile S (2017) "More than words": expand the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal. *J Bus Res* 71:27-37. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.11.002>

Sichtmann, C. (2007), "Un'analisi degli antecedenti e delle conseguenze della fiducia in un marchio aziendale", *European Journal of Marketing*, vol. 41 n. 9/10, pp. 999-1015. <https://doi.org/10.1108/03090560710773318>

Soares Gleibson Robert da Luz,(2020), Environmental Sciences Europe, ; Heidelberg Vol. 32, Fasc. 1, (Dec 2020). DOI:10.1186/s12302-020-0300-3

Srinidhi, B., Gul, F. A., & Tsui, J. (2011). Amministratori donna e qualità degli utili. Contemporanea Contabilità Ricerca contabile contemporanea. 28(5), 1610–1644. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01071.x>

Statman, Meir, and Denys Glushkov. 2009. “The Wages of Social Responsibility.” *Financial Analysts Journal* 65 (4): 33–46. <https://doi.org/10.2469/faj.v65.n4.5>.

Stefano Ferilli, Emanuela Girardi, Marina Paolini, Imprenditrice, Poccianti, Giovanni Semeraro, Massimo Antonazzi, Stefania Bandini, Laura Burzagli, Nicola Gatti, Raffaella Iarrapino, Francesca Lisi, Dino Pedreschi, Stefano Zanero, “L’Intelligenza Artificiale per Lo Sviluppo Sostenibile O N O G 2.” n.d. <https://www.cnr.it/sites/default/files/public/media/attivita/editoria/VOLUME%20FULL%2014%20digital%20LIGHT.pdf>.

Steven A Dennis, Donald J. (2000) Mullineaux, Syndicated Loans, Journal of Financial Intermediation, Volume 9, Issue 4, 2000, Pages 404-426, ISSN 1042-9573, <https://doi.org/10.1006/jfin.2000.0298>.

Suchart Tripopsakul, and Wilert Puriwat. 2022. “Understanding the Impact of ESG on Brand Trust and Customer Engagement” 3 (4): 430–40. <https://doi.org/10.28991/hef-2022-03-04-03>.

Suchman, M. C. (1995). Gestire la legittimità: Approcci strategici e istituzionali. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>

Sulaiman A Al-Tuwaijri, Theodore E Christensen, K.E Hughes (2004), The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach, *Accounting, Organizations and Society*, Volume 29, Issues 5–6, 2004, Pages 447-471, ISSN 0361-3682, [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(03\)00032-1](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(03)00032-1).

Sun, Z., & Zhang, W. (2019). I regolamenti governativi prevengono il greenwashing? Un'analisi di gioco evolutiva di imprese eterogenee. *Journal of Cleaner Production*, 231, 1489-1502. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.05.335>

Tao, W., & Wilson, C. (2015). Le strategie di comunicazione di Fortune 1000 su Facebook e Twitter. *Journal of Communication Management*, 19(3), 208-223. doi:10.1108/JCOM-01-2013-0004.

Tateishi E (2017) Desiderare guadagni e rivendicare "verde" tagliando il verde? Un'analisi esplorativa degli sviluppi abitativi greenfield in Iskandar Malaysia. *J Urban Aff* 40(3):370-393. <https://doi.org/10.1080/07352166.2017.1355667>

Tateishi E (2017) Desiderare guadagni e rivendicare "verde" tagliando il verde? Un'analisi esplorativa degli sviluppi abitativi greenfield in Iskandar Malaysia. *J Urban Aff* 40(3):370-393. <https://doi.org/10.1080/07352166.2017.1355667>

TerraChoice (2010) I peccati del greenwashing: edizione per la casa e la famiglia. <http://sinsogreenwashing.org/findings/the-seven-sins/>. Accesso al 15 Giugno 2018

United Nations (2016), THE 17 GOALS j Sustainable Development, Sustainable Development, available at: <https://sdgs.un.org/goals>

Uyar, A., Karaman, A. S., & Kilic, M. (2020). Il reporting sulla responsabilità sociale d'impresa è uno strumento di segnalazione o di greenwashing? Prove dal settore logistico mondiale. *Journal of Cleaner Production*, 253, 119997. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.119997>

Valdez, M. (2022) I 3 motivi principali per cui la trasformazione digitale è fondamentale per la "E" di ESG. 2022. Disponibile online: <https://opportune.com/insights/article/top-3-reasons-why-digital-transformation-is-key-to-the-e-in-esg/> (consultato il 29 giugno 2022)

van Doorn, J., Lemon, K. N., Mittal, V., Nass, S., Pick, D., Pirner, P., & Verhoef, P. C. (2010). Il comportamento di coinvolgimento del cliente: Basi teoriche e direzioni di ricerca. *Journal of Service Research*, 13(3), 253-266. doi: 10.1177/1094670510375599

Ventura Charlin , Arturo Cifuentes e Jorge Alfaro (2022) Rating ESG: un'industria che necessita di una profonda revisione, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, DOI:10.1080/20430795.2022.2113358

Vormedal, Irja, and Audun Ruud. 2009. "Sustainability Reporting in Norway - an Assessment of Performance in the Context of Legal Demands and Socio-Political Drivers." *Business Strategy and the Environment* 18 (4): 207–22. <https://doi.org/10.1002/bse.560>.

Walker K, Wan F (2011) The harm of symbolic actions and greenwashing: corporate actions and communications on environmental performance and their financial implications. *J Bus Ethics* 109(2):227-242. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1122-4>

Walker, K. e Wan, F. (2012). The Harm of symbolic actions and green-washing: azioni e comunicazioni aziendali sulla performance ambientale e le loro implicazioni finanziarie. *Journal of Business Ethics*, 109(2), 227-242.

Walker, K., Wan, F. Il danno delle azioni simboliche e del greenwashing: azioni aziendali e comunicazioni sulle prestazioni ambientali e le loro implicazioni finanziarie. *J Bus Etica* **109**, 227–242 (2012). <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1122-4>

Wan Mohammad, WM, Zaini, R. e Md Kassim, AA (2023), "Donne nei consigli di amministrazione, vantaggio competitivo delle aziende e il suo effetto sulla divulgazione ESG in Malesia", *Social Responsibility Journal*, vol. 19 n. 5, pp. 930-948. <https://doi.org/10.1108/SRJ-04-2021-0151>

Wang, H., Ma, B. e Bai, R. (2020), "L'effetto spillover dei comportamenti di greenwashing: un approccio sperimentale", *Marketing Intelligence & Planning*, vol. 38 n. 3, pp. 283-295. <https://doi.org/10.1108/MIP-01-2019-0006>

Whelan, Tensie, Ulrich Atz, and Casey Clark. 2021. "ESG and FINANCIAL PERFORMANCE: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 plus Studies." [https://sri360.com/wp-content/uploads/2022/10/NYU-RAM ESG-Paper 2021-2.pdf](https://sri360.com/wp-content/uploads/2022/10/NYU-RAM_ESG-Paper_2021-2.pdf).

Wilert Puriwat, and Suchart Tripopsakul. 2022. "Unveiling the Power of ESG: How It Shapes Brand Image and Fuels Purchase Intentions - an Empirical Exploration." *HighTech and Innovation Journal* 3 (4): 472–82. <https://doi.org/10.28991/hij-2022-03-04-07>.

Windolph, Sarah Elena (2011) "Valutare la sostenibilità aziendale attraverso i rating: Challenges and Their Causes", *Journal of Environmental Sustainability: Vol. 1: Iss. 1, Articolo 5*. DOI: 10.14448/jes.01.0005
Disponibile su: <http://scholarworks.rit.edu/jes/vol1/iss1/5>

Xiao, Zengrui, Ying Wang, Xiaofen Ji, and Liling Cai. 2021. "Greenwash, Moral Decoupling, and Brand Loyalty." *Social Behavior and Personality: An International Journal* 49 (4): 1–8. <https://doi.org/10.2224/sbp.10038>.

Y.-S. Chen, Wen-Pin Tien, Yu-I Lee e Ming-Lun Tsai, 2016, "Greenwash and green brand equity", *Conferenza internazionale di Portland sulla gestione dell'ingegneria e della tecnologia (PICMET) 2016*, Honolulu, HI, USA, 2016, pp. 1797 -1803, doi: 10.1109/PICMET.2016.7806783.

Yadav, P. e Prashar, A. (2023), "Diversità di genere nei consigli di amministrazione: implicazioni per le prestazioni ambientali, sociali e di governance (ESG) delle aziende indiane", *International Journal of Productivity and Performance Management*, vol. 72 N. 9, pp. 2654-2673. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-12-2021-0689>

Yang, Z., Nguyen, TTH, Nguyen, HN, Nguyen, TTN e Cao, TT (2020). Comportamenti di greenwashing: cause, tassonomia e conseguenze basate su una revisione sistematica della letteratura. *Giornale di economia e gestione aziendale*, 21 (5), 1486-1507. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.13225>

Ye, K., Zhang, R. (2011), I finanziatori apprezzano la responsabilità sociale delle imprese? Prove dalla Cina. *J Bus Etica* 104, 197–206 (2011). <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0898-6>

Yongtae Kim , Myung Seok Park , Benson Wier; La qualità degli utili è associata alla responsabilità sociale delle imprese?. *La Revisione Contabile* 1 maggio 2012; 87 (3): 761–796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>

Yu, E. P.-y., Luu, B. V., & Chen, C. H. (2020). Greenwashing nelle informazioni ambientali, sociali e di governance. *Research in International Business and Finance*, 52, 101192. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101192>

Zalata, A.M., Ntim, C., Aboud, A., Gyapong, E. (2019): Ceo donna e qualità degli utili di base: Nuove prove sull'enigma dell'etica e dell'avversione al rischio. *Journal of Business Ethics* 160(2), 515-534 (2019)

Zhang, Lu, Dayuan Li, Cuicui Cao, and Senhua Huang. 2018. "The Influence of Greenwashing Perception on Green Purchasing Intentions: The Mediating Role of Green Word-of-Mouth and Moderating Role of Green Concern." *Journal of Cleaner Production* 187 (1): 740–50. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.03.201>.

Zingales L. (2015). Presidential Address: Does Finance Benefit Society?. *The Journal of Finance*

Sitografia

<https://bnl.it/it/Footer/Trasparenza/Regolamento-europeo-2019-2088-SFDR>

<https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile/?dotcache=refresh>

<https://esgnews.it/investimenti/rating-esg-cose-e-come-si-calcola/>

<https://leg16.camera.it/561?appro=9>

<https://quifinanza.it/green/gri-standard-cosa-sono-indicatori/459501/>

https://temi.camera.it/leg19DIL/area/19_1_38/agenda-2030.html agenda 2030

<https://wisesociety.it/ambiente-e-scienza/cop-per-il-clima/>

<https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/> agenda 2030

<https://www.almalaboris.com/organismo/blog-lavoro-alma-laboris/62-sistemi-di-gestione-integrati/66-energy-management/5155-energia-artificiale-come-usare-ia-vantaggi-possibili-sviluppi.html>

https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/ofc/abc_investimenti/2019/05/31/esg-cose-e-quanto-vale-limpact-investing_a5bf7538-cbfb-4917-8340-e1615da9f779.html

<https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/materiali/nfrd.htm>

<https://www.cdt.ch/lifestyle/portafoglio/investimenti-sostenibili-approccio-best-in-class-254738>

<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>

<https://www.consob.it/web/area-pubblica/il-piano-di-azione-per-la-finanza-sostenibile>

<https://www.eda.admin.ch/agenda2030/it/home/agenda-2030/die-17-ziele-fuer-eine-nachhaltige-entwicklung/ziel-5-geschlechtergleichstellung-erreichen-und-alle-frauen.html>

<https://tech4future.info/intelligenza-artificiale-esg-utilizzi-benefici/>

<https://www.enac.gov.it/ambiente/impatto-ambientale/le-emissioni-gassose/il-protocollo-di-kyoto>

<https://www.esg360.it/normative-e-compliance/accordo-sul-clima-di-parigi-che-cose-cosa-chiede-come-sta-evolvendo/>

<https://www.eticasgr.com/storie/approfondimenti/investimenti-esg-che-cosa-sono>

https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/society/20190926STO62270/neutralita-carbonica-cos-e-e-come-raggiungerla?at_campaign=20234-Green&at_medium=Google_Ads&at_platform=Search&at_creation=RSA&at_goal=TR_G&at_audience=neutralit%C3%A0%20climatica&at_topic=Carbon_Neutral&at_location=IT&gclid=CjwKCAjw6p-oBhAYEiwAgg2PgloZXIQ5HU2k98DDHLBZXL8sgTvxW6JTHSaPKm87F62FHGPVvR2HyxoCLt4QAvD_BwE

https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/society/20191115STO66603/l-ue-e-l-accordo-di-parigi-verso-la-neutralita-climatica?at_campaign=20234-Green&at_medium=Google_Ads&at_platform=Search&at_creation=DSA&at_goal=TR_G&at_audience=&at_topic=Climate_policies&gclid=CjwKCAjw6p-oBhAYEiwAgg2PgsTZy8-tu8Ba4OXIQImfVUNpHni8ZrjOp1xLI-G86aYXXvW2talatBoCNmMQAvD_BwE

https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/society/20200827STO85804/che-cos-e-l-intelligenza-artificiale-e-come-viene-usata?http://at_campaign=20234-Digital&at_medium=Google_Ads&at_platform=Search&at_creation=DSA&at_goal=TR_G&at_audience=&at_topic=Artificial_Intelligence&gclid=CjwKCAiAjfyqBhAsEiwA-UdzJKNA1I1-BR-dSOE2mZYXVI-UQfVAQOTi7dj70J3vl9oI84WOZYKYRoCUBAQAvD_BwE

<https://www.forbes.com/advisor/it/investire/esg-significato-criteri-finanza-sostenibile/>

<https://www.hivepower.tech/it//blog/artificial-intelligence-and-machine-learning-in-energy-distribution>

<https://www.isprambiente.gov.it/it/attivit%C3%A0/cambiamenti-climatici/convenzione-quadro-sui-cambiamenti-climatici-e-protocollo-di-kyoto>

<https://www.mase.gov.it/pagina/cop-21-laccordo-di-parigi>

https://www.mase.gov.it/pagina/lagenda-21_agenda21

<https://www.netapp.com/it/artificial-intelligence/what-is-artificial-intelligence/>

<https://www.parklab.eu/csr-marketing-comunicazione/>

<https://www.politicheeuropee.gov.it/it/comunicazione/euroacronimi/eurosif/>

<https://blockinvest.it/it/2021/11/15/leffetto-blockchain-sul-investimenti-esg/>

https://www.repubblica.it/green-andblue/2023/03/31/news/industria_moda_sostenibilita_fast_fashion-391150356/

<https://www.esg360.it/esg-smart-data/intelligenza-artificiale-e-esg-quali-benefici/>

https://www.repubblica.it/green-and-blue/dossier/finanza-sostenibile/2021/11/29/news/cosi_msci_fissa_i_criteri_per_ottenere_il_rating_esg-327804413/

<https://www.stantec.com/it/ideas/sustainable-finance-the-taxonomy-regulation-arrives-for-a-shared-language-in-the-eu>

[https://www.tidona.com/lazione-delle-istituzioni-europee-a-sostegno-della-finanza-sostenibile/#:~:text=%5B4%5D%20In%20particolare%2C%20sono,sostenibili%3B%204\)%20integrazione%20della%20sostenibilit%C3%A0](https://www.tidona.com/lazione-delle-istituzioni-europee-a-sostegno-della-finanza-sostenibile/#:~:text=%5B4%5D%20In%20particolare%2C%20sono,sostenibili%3B%204)%20integrazione%20della%20sostenibilit%C3%A0)

<https://www.treccani.it/enciclopedia/intelligenza-artificiale/>

https://www.treccani.it/enciclopedia/summit-di-rio_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

<https://www.weclapp.it/glossario/digitalizzazione/>

https://www.ilsole24ore.com/art/la-blockchain-puo-aiutarci-costruire-finanza-piu-sostenibile-e-trasparente-AEE0XdgB?refresh_ce=1

