



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale (LM-31)

A.a. 2023/2024

Sessione di Laurea ottobre 2024

Finanza sostenibile e investimenti ESG: Strumenti, Rating e prospettive

Relatore:

Prof.ssa Laura Abrardi

Candidato:

Andrea Cammarata

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1: LA FINANZA SOSTENIBILE	4
1.1 CENNI STORICI	4
1.2 LA RESPONSABILITÀ SOCIALE D'IMPRESA	5
1.3 IL QUADRO NORMATIVO EUROPEO	9
1.3.1 IL REGOLAMENTO 2020/852	11
1.3.2 IL REGOLAMENTO 2019/2088	12
1.3.3 IL REGOLAMENTO BENCHMARK	13
1.3.4 LA LEGGE CSRD	13
1.4 LA DIFFUSIONE DEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI	14
1.5 LA CLASSIFICAZIONE DELLE STRATEGIE ESG	17
CAPITOLO 2: I CRITERI ESG NELLA FINANZA SOSTENIBILE	19
2.1 I CRITERI ESG	19
2.1.1 I BENEFICI DEI CRITERI ESG PER LE IMPRESE	20
2.1.2 ESG E INVESTIMENTI FINANZIARI	21
2.2 I PRINCIPALI STRUMENTI DI FINANZA SOSTENIBILE	23
2.2.1 I GREEN BONDS	24
2.2.2 I SOCIAL BONDS	27
2.2.3 I SUSTAINABILITY BONDS	28
2.2.4 I SUSTAINABILITY-LINKED BONDS	29
2.2.5 STRUMENTI DI PRESTITO “GREEN”	31
2.3 IL MERCATO DEI GSS BOND	32
2.4 IL RISCHIO DI GREENWASHING	36
2.4.1 LA DIRETTIVA GREENWASHING	39
2.4.2 IL GREENHUSHING	40
CAPITOLO 3: L'IMPATTO DEI RATING ESG SUGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI	42
3.1 IL RATING ESG	42
3.1.1 LE AGENZIE DI RATING	42
3.1.2 I LIMITI DELLE SOCIETÀ DI RATING	45
3.1.3 RATING ESG PER PAESI	48
3.2 L'IMPATTO DEI RATING ESG SULLE PERFORMANCE DELLE IMPRESE	51
3.3 CASO DI STUDIO: CERVED RATING AGENCY	54
3.3.1 LA METODOLOGIA DI CALCOLO DEL RATING ESG	54
3.3.2 LA CORRELAZIONE INVERSA TRA RATING ESG E RISCHIO DI CREDITO	56
3.4 ESG ED ECONOMIA CIRCOLARE	59

3.5 LE PRINCIPALI SFIDE DEGLI INVESTIMENTI ESG	65
CONCLUSIONI	68
Bibliografia.....	69

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, il mondo della finanza ha assistito a un cambiamento significativo, orientandosi sempre più verso pratiche sostenibili e responsabili. In particolare, gli investimenti ESG sono emersi come un nuovo paradigma nel panorama finanziario globale, in risposta alla crescente consapevolezza su tematiche ambientali, sociali e di governance aziendale. Questa tendenza riflette la necessità di integrare fattori non solo finanziari, ma anche etici, nelle decisioni di investimento, al fine di garantire uno sviluppo economico più equo e sostenibile.

Il concetto di finanza sostenibile, strettamente legato alla Corporate Social Responsibility (CSR), mira a creare valore economico senza compromettere le risorse ambientali e sociali, generando degli impatti positivi su più livelli. Il quadro normativo, sia a livello nazionale che internazionale, ha svolto un ruolo cruciale per accelerare l'adozione di queste pratiche: regolamentazioni come il piano d'azione per la finanza sostenibile della Commissione Europea e la tassonomia verde dell'UE rappresentano strumenti fondamentali per guidare la transizione verso un'economia più sostenibile.

Nel contesto degli investimenti ESG, la valutazione dei criteri ambientali, sociali e di governance è diventata essenziale per gli investitori che cercano di ridurre i rischi e migliorare la performance a lungo termine. Questi criteri vengono sempre più integrati nelle decisioni finanziarie attraverso l'uso di strumenti innovativi, come i green bond e i social bond, che consentono di finanziare progetti con impatti positivi per la società e l'ambiente. Tuttavia, una delle sfide più critiche rimane il rischio di greenwashing, ossia la comunicazione ingannevole di pratiche ambientali sostenibili da parte delle aziende, che può minare la fiducia degli investitori e ostacolare il progresso verso un'economia più sostenibile.

Un altro elemento cruciale nella valutazione degli investimenti ESG è rappresentato dai rating ESG, forniti da agenzie specializzate che valutano le performance delle aziende in base ai tre pilastri della sostenibilità. Questi strumenti sono diventati fondamentali per gli investitori, fornendo informazioni trasparenti e comparabili sulle pratiche sostenibili delle imprese. Parallelamente, l'economia circolare sta emergendo come un modello chiave per ridurre l'impatto ambientale, promuovendo il riutilizzo delle risorse e la minimizzazione degli sprechi.

Obiettivo di questa tesi è esplorare il ruolo degli investimenti ESG nella promozione di una finanza più responsabile e sostenibile, attraverso un'analisi approfondita dei concetti di finanza sostenibile, dei criteri ESG, dei rischi associati al greenwashing e del funzionamento dei rating ESG. Inoltre, verrà analizzata l'importanza dell'economia circolare nel contesto della sostenibilità finanziaria, con particolare attenzione al modo in cui questi strumenti possono contribuire a una crescita economica equilibrata e a lungo termine.

CAPITOLO 1: LA FINANZA SOSTENIBILE

1.1 CENNI STORICI

La finanza sostenibile è un approccio che favorisce l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria. Questa pratica si pone l'obiettivo principale di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività sostenibili che generano plusvalore economico, utili alla società e che non abbiano ripercussioni sull'ambiente. (1)

La finanza sostenibile ha subito una notevole evoluzione nel corso degli anni, poiché gli investimenti erano guidati da principi etici e religiosi che influenzavano le decisioni delle persone, ponendo un divieto ad investire in determinate attività.

All'inizio del Diciottesimo Secolo, negli Stati Uniti, il pastore anglicano John Wesley, uno dei primi fondatori del movimento protestante metodista, sottolineava l'importanza di non arrecare danno al prossimo con i propri affari, esortando a non investire in industrie che nuocessero alla salute dei propri impiegati (come, ad esempio, nell'industria conciaria con l'esposizione ai prodotti chimici utilizzati nella lavorazione delle pelli). Nello stesso periodo la comunità protestante dei Quaccheri proibiva ai propri membri di trarre profitto dalla guerra e dal traffico degli schiavi.

Nel corso degli anni nacquero diversi fondi, che indirizzavano l'investimento verso ideali di carattere etico: uno dei primi fondi fu il Pioneer Fund, nato nel 1928 negli Stati Uniti, che mirava a distinguere le attività finanziabili dalle "sin stock", le azioni del peccato, ovvero le azioni delle società impegnate nel gioco d'azzardo, nella produzione di alcolici, tabacco, armi e sul quale era vietato investire.

tuttavia, i principi etici rimasero marginali fino agli anni Settanta del secolo scorso, quando numerose contestazioni fecero emergere istanze sociali che alcuni investitori cercarono di integrare nella loro logica di portafoglio. Diversi fondi religiosi iniziarono ad interessarsi a questa tipologia di finanza basata su valori di carattere etico, comprendendo l'importanza di rendere attraenti questi investimenti per poter incidere in maniera significativa nel miglioramento del mondo.

Durante la guerra nel Vietnam, ad esempio, numerosi fondi religiosi e diverse fondazioni universitarie si rifiutarono di investire in imprese che partecipavano allo sforzo bellico. Questo evento portò alla nascita e allo sviluppo dell'Interfaith Center On Corporate Responsibility (ICCR), uno dei più grandi network per la promozione dell'azionariato attivo su una serie di tematiche sociali e ambientali, che oggi raccoglie 300 organizzazioni con asset gestiti per 200 Miliardi di US \$.

Sempre in quegli anni, la chiesa episcopale degli Stati Uniti presentò una risoluzione nei confronti della General Motor per ritirare le proprie attività dal Sudafrica a causa dell'apartheid; allo stesso modo gli studenti della Columbia University di New York organizzarono manifestazioni per fare in modo che l'università eliminasse dal proprio portafoglio di investimenti tutte le società che facessero affari con la Repubblica Sudafricana.

Questi fondi selezionavano le società su cui investire in base a criteri legati alla gestione delle risorse umane, la qualità dei prodotti e il loro impatto sull'ambiente. Il primo fondo comune d'investimento che nacque seguendo questa logica fu il Pax World Fund, creato nel 1971 da due padri metodisti che escludevano dall'universo investibile le imprese coinvolte nel settore della produzione delle armi e in altre attività moralmente controverse, valorizzando quelle imprese che promuovevano il rispetto per l'ambiente e per i diritti dei lavoratori.

La finanza etica arrivò anche in Europa, dove nel 1983 viene lanciato Nouvelle Strategies Fund, primo fondo etico francese e il Friends Provident Stewardship Fund nato nel Regno Unito un anno dopo.

Sempre in quell'anno nacque in Italia il Forum per la finanza sostenibile, con lo scopo di promuovere la sostenibilità negli investimenti finanziari.

Nel 1990, la crescente domanda di investimenti socialmente responsabili portò alla creazione del primo indice di borsa che includeva solo le aziende considerate "sostenibili": il Domini 400 Social Index, oggi noto come MSCI KLD 400 Social Index; seguirono il Dow Jones Sustainability Index e il FTSE-4Good, il primo indice europeo sulla sostenibilità creato nel 2001 dalla Borsa di Londra.

Da allora, si conta un notevole incremento del numero di indici sostenibili e fondi d'investimento. Al giorno d'oggi ci sono più di 37 mila indici sostenibili, ognuno con criteri differenti nella scelta delle aziende; alcuni selezionano le imprese in base al loro rating ESG (un punteggio che riassume la sostenibilità, e che viene rilasciato da agenzie specializzate), altri ancora si focalizzano su uno solo dei tre fattori ESG (ad esempio investire solo in società con alto rating in tema ambientale) mentre altri investono con l'obiettivo impattare su un problema specifico. (2) (3)

La crescente attenzione verso questi strumenti finanziari si deve principalmente agli effetti sempre più frequenti dei cambiamenti climatici e alle relative politiche di mitigazione che espongono le imprese a una serie di rischi che, oltre a nuocere alle imprese stesse, rendono vulnerabile il sistema finanziario: dai rischi dovuti all'incremento di fenomeni naturali estremi attribuibili ai cambiamenti climatici (l'aumento di temperature e precipitazioni, le alluvioni, gli uragani ecc.) ai rischi derivanti dal passaggio verso sistemi di produzione che mirano a ridurre l'inquinamento e il consumo eccessivo di energia. (4)

1.2 LA RESPONSABILITÀ SOCIALE D'IMPRESA

La Responsabilità Sociale d'Impresa (Corporate Social Responsibility, CSR) rappresenta l'impegno volontario delle aziende ad agire in modo etico e sostenibile, dimostrando un'attenzione nei confronti della società e dell'ambiente, oltre alla semplice ricerca del profitto.

Il concetto di responsabilità sociale d'impresa ha avuto origine nei primi anni '50 grazie a Howard R. Bowen, che nel suo libro "Social Responsibility of Businessman" esplorò il comportamento più etico che un'azienda può adottare nei confronti della società e dei propri dipendenti. Bowen definì la CSR come un insieme di azioni e decisioni che orientano le attività aziendali verso obiettivi e valori della comunità.

Nel corso degli anni sono state proposte numerose definizioni di CSR, ma la più famosa risale agli anni '80, quando Archie B. Carroll, professore all'Università della Georgia, introdusse la "piramide della CSR", che suddivide la responsabilità sociale d'impresa in quattro livelli: economico, legale, etico e filantropico. (5)

La figura 1 mostra la struttura della piramide di Carroll con alla base, la responsabilità economica, che implica la generazione di profitti sostenibili nel lungo termine per garantire la stabilità finanziaria dell'impresa e la soddisfazione degli stakeholder. Il secondo livello riguarda la responsabilità legale, ovvero il rispetto delle leggi e regolamenti, che spaziano dal diritto del lavoro alla salute pubblica. Al terzo livello viene rappresentata la responsabilità etica, che prevede l'adozione di pratiche aziendali

morali che rispondano ai bisogni emergenti della società, anche in assenza di obblighi legali. Infine, al vertice della piramide si trova la responsabilità filantropica, che consiste nell'impegno volontario delle aziende a restituire valore alla comunità attraverso attività benefiche e di supporto sociale. L'approccio tradizionale, secondo cui l'unico scopo di un'impresa è quello di generare profitto, viene messo in secondo piano, a favore di una visione che punta a condividere il valore creato dal business con la società civile, le persone e l'ambiente. (6)



Figura 1- La piramide di Carroll – fonte: <https://marketingforprofit.wordpress.com/2015/01/05/la-piramide-di-carroll/>

La comunità Europea, nel 2001, ha definito la CSR come l'integrazione su base volontaria, da parte delle imprese, delle preoccupazioni sociali e ambientali nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate.

Sebbene la CSR sia una pratica volontaria, è diventata indispensabile poiché il pubblico presta sempre maggiore attenzione alla sostenibilità e alle conseguenze economiche e sociali delle attività aziendali. Arrivando al giorno d'oggi, un'attenzione crescente viene rivolta al comportamento delle aziende nei confronti dei propri dipendenti, dove aspetti come il clima lavorativo, la parità di genere e il rispetto delle diversità diventano parametri fondamentali.

La figura 2 mostra come la CSR sia costituita da iniziative mirate a generare impatti positivi concreti in ambito sociale e ambientale; le aziende devono impegnarsi nelle pratiche di sviluppo sostenibile, adottare comportamenti etici, garantire trasparenza e responsabilità, promuovere i diritti umani, la giustizia e i principi democratici, e conformarsi agli standard internazionali riconosciuti in materie di CSR. Inoltre, la responsabilità sociale d'impresa si manifesta nelle relazioni che l'azienda stabilisce con i vari stakeholder, come i clienti, azionisti, fornitori e la comunità in generale. (7)

Questo approccio abbraccia tutto ciò che accade all'interno e all'esterno dell'azienda, con una visione di lungo termine che guarda al futuro e considera ciò che verrà lasciato alle generazioni future.

L'adozione di solide politiche di responsabilità sociale d'impresa porta con sé diversi vantaggi per le aziende stesse: i manager la utilizzano come strumento per sviluppare strategie efficaci, conformarsi alle normative, mantenere elevati standard etici e migliorare la reputazione e il valore del marchio. Inoltre, una solida politica di responsabilità sociale d'impresa facilita l'attrazione e la fidelizzazione dei talenti e aumenta la fedeltà dei clienti; i consumatori, infatti, preferiscono acquistare prodotti e servizi da aziende socialmente responsabili, e molti investitori danno priorità alle imprese i cui valori sono allineati ai propri. Questo allineamento può spesso portare a un aumento della redditività e al raggiungimento degli obiettivi organizzativi.

Queste tendenze sono state confermate da WIN international, uno dei leader mondiali nelle ricerche di mercato che, nel report “Annual Win world Survey (WWS-2022)” pubblicato nel febbraio 2023, ha indagato in 36 come e se la CSR influenzi le decisioni di acquisto dei consumatori; dalla ricerca emerge che il 62% della popolazione mondiale intervistata è influenzata positivamente dalla CSR, percentuale che in Italia sale al 67%.

Un altro aspetto interessante del rapporto è che l'Italia si posiziona al terzo posto a livello mondiale, con l'88% degli intervistati che ritiene importante essere informato sui comportamenti socialmente responsabili delle aziende e dei marchi di cui sono clienti. (8)

Secondo le rilevazioni del Workmonitor, un'indagine semestrale sul mondo del lavoro condotta da Randstad, il 35% dei lavoratori in Italia non accetterebbe di lavorare in un'azienda con valori diversi dai propri riguardo a società e ambiente; inoltre, il 38% dei lavoratori non accetterebbe un impiego presso un'azienda che non si impegna attivamente per la sostenibilità, mentre il 39% non lo farebbe se l'azienda non promuovesse l'equità e la diversità. (9)

Le aziende che adottano le pratiche CSR si conformano sia alle leggi locali che a quelle internazionali, rispettando normative ambientali, norme sul lavoro, e standard di protezione dei consumatori.

La Global Reporting Initiative (GRI), un'organizzazione internazionale indipendente nata nel 1997, fornisce un framework che permette alle imprese, indipendentemente dalla loro dimensione o settore, di comunicare in modo trasparente i loro impatti economici, ambientali e sociali e di esplorare nuove strategie per ottenere un business sostenibile. Questo strumento offre una visione complessiva delle attività aziendali, evidenziando sia i punti di forza sia le aree che necessitano di miglioramento; inoltre facilita l'integrazione con degli standard internazionali e normative locali, agevolando il dialogo tra le imprese e i loro stakeholder. (10)

Gli Standard GRI sono strutturati in serie e si suddividono in tre categorie principali: universali, che si applicano a tutte le organizzazioni, mentre degli standard tematici specifici e settoriali affrontano questioni di sostenibilità particolari e riguardano settori specifici.

Questi principi comprendono l'approccio agli stakeholder, il contesto di sostenibilità, la materialità e l'integrità, tra gli altri, per garantire che i report di sostenibilità siano pertinenti, precisi e affidabili.

Le organizzazioni che adottano gli standard GRI avviano un processo che parte dall'identificazione delle parti interessate e delle questioni materiali. Successivamente, raccolgono dati e informazioni, per redigere e infine pubblicare il report di sostenibilità, permettendo in questo modo a investitori e consumatori di valutare gli sforzi di CSR compiuti. (11)

I principali strumenti di rendicontazione utilizzati dalle imprese includono:

- **Il Bilancio Sociale:** Questo strumento permette a tutte le aziende di adottare una strategia di comunicazione trasparente, dimostrando un comportamento socialmente responsabile.

In questo documento, l'azienda offre una panoramica di tutte delle attività svolte, illustrando

tutte le iniziative intraprese, le interazioni con i vari stakeholder e l'impatto generato sia sulle performance interne che a livello sociale, in seguito alle strategie implementate.

L'obiettivo principale è quello di ottenere il consenso e la legittimazione sociale da parte degli stakeholder, rafforzando così la percezione pubblica dell'attività dell'impresa.

- **Il Bilancio Ambientale:** Questo bilancio analizza la gestione del rapporto impresa-ambiente e l'impatto che l'attività aziendale ha sull'ecosistema.
Questo documento rappresenta l'approccio organizzativo e strategico adottato per la gestione ambientale, riportando l'impatto delle iniziative intraprese, sia in termini qualitativi (come, ad esempio, la scelta delle fonti energetiche o la gestione dei rifiuti) che quantitativi (per esempio, gli investimenti realizzati in economia circolare).
- **Il Bilancio di Sostenibilità:** Questo documento permette all'azienda di monitorare l'impatto delle azioni intraprese su ciascuna area specifica: consente di valutare, attraverso un approccio integrato le tre dimensioni considerare (economica, sociale e ambientale).
Inoltre, permette agli stakeholder di ottenere rapidamente tutte le informazioni necessarie per valutare l'attività aziendale nel suo complesso, gli impatti generati, i sistemi di gestione dei rischi ESG applicati, le procedure adottate e i modelli di governance in vigore per raggiungere gli obiettivi aziendali.
- **Il Bilancio Integrato:** Questo bilancio combina i dati dei bilanci economico, di sostenibilità e ambientale, offrendo agli stakeholder un'informazione completa e facilmente comprensibile sulle performance dell'organizzazione. La logica di base del Bilancio Integrato è che il valore e la crescita a lungo termine dell'impresa non derivano solo dagli asset tangibili, ossia quelli rappresentati da misure economico-finanziarie e inseribili nelle tavole di bilancio, ma anche dagli asset intangibili, ovvero risorse immateriali di natura non finanziaria. (12)

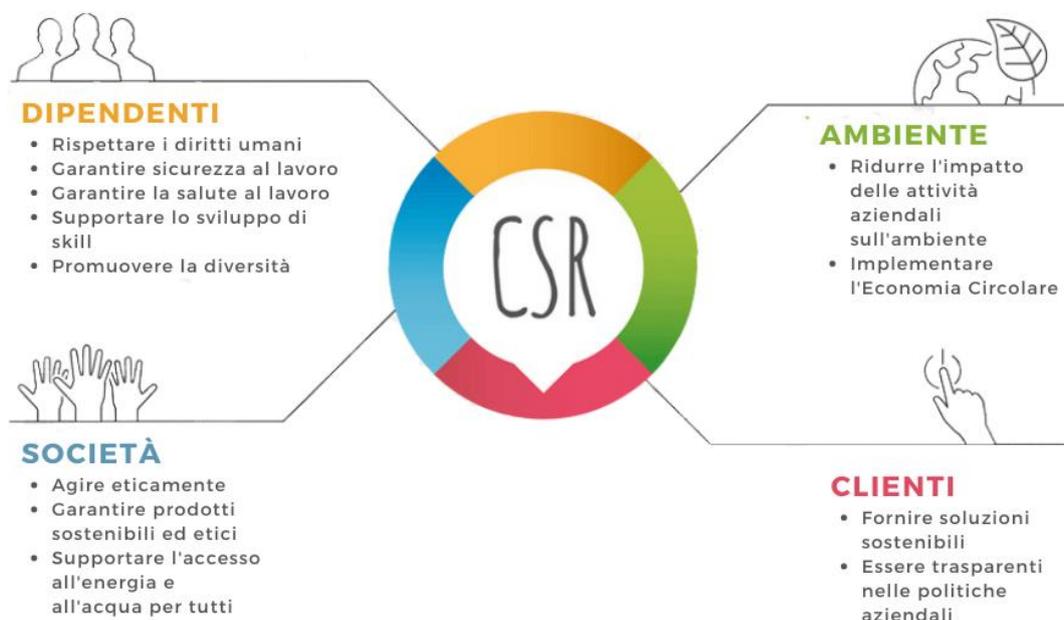


Figura 2 - Le quattro macroaree della CSR – fonte: <https://www.headvisor.it/bilancio-di-sostenibilita>

1.3 IL QUADRO NORMATIVO EUROPEO

La finanza sostenibile ricopre un ruolo cruciale per il raggiungimento degli impegni internazionali assunti dai paesi nell'ambito degli accordi internazionali sul clima e sulla sostenibilità ambientale. L'unione Europea, in particolare, è pienamente impegnata nella lotta contro i cambiamenti climatici, diventando un organismo normativo di riferimento a livello mondiale.

L'unione Europea, in particolare, è pienamente impegnata nella lotta contro i cambiamenti climatici, diventando un organismo normativo di riferimento a livello mondiale. L'UE fa parte della UNFCCC, la convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici, che rappresenta il principale accordo internazionale sull'azione per il clima, stipulato al vertice sulla terra di Rio nel 1992.

Col passare degli anni, la comunità internazionale ha compreso l'urgenza di un'azione collettiva per proteggere l'ambiente e limitare le emissioni di gas a effetto serra. Nel 1997 i firmatari dell'UNFCCC hanno concluso il protocollo di Kyoto, che stabilisce obiettivi giuridicamente vincolanti di riduzione delle emissioni nei paesi sviluppati, mentre, con l'accordo di Parigi e con la definizione dell'Agenda 2030, i paesi hanno rinnovato il loro impegno ad agire contro il cambiamento climatico e hanno concordato nuovi obiettivi per intensificare gli sforzi intesi per contenere il riscaldamento globale.

L'accordo di Parigi è il primo trattato universale e vincolante sui cambiamenti climatici al quale hanno aderito 195 paesi, con l'obiettivo principale di contenere l'aumento delle temperature al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli preindustriali, puntando a contenerlo a 1,5°C.

Durante la conferenza di Parigi, i paesi hanno presentato piani d'azione focalizzati sul cambiamento climatico, al fine di ridurre le rispettive emissioni e raggiungere gli obiettivi specifici, impegnandosi a comunicare costantemente i risultati ottenuti dalle rispettive attività, in modo da garantire maggiore trasparenza e controllo. (13)

Nel 2015 le Nazioni Unite hanno approvato l'Agenda 2030, che stabilisce 17 obiettivi e 169 target, relativi allo sviluppo sostenibile e da raggiungere entro il 2030; questo programma rappresenta una base comune da cui partire per rendere il mondo più sostenibile. Gli obiettivi, rappresentati in figura 3, prendono in considerazione i fattori economici, sociali ed ecologico dello sviluppo sostenibile e affrontano diverse tematiche: la lotta alla povertà, i cambiamenti climatici, il rispetto dei diritti umani e la riduzione delle disuguaglianze.

Gli obiettivi hanno una validità globale e coinvolgono tutti i settori della società, incluse le imprese private, il settore pubblico, la società civile e gli operatori dell'informazione e cultura. Ogni paese è obbligato a definire una strategia che permetta di raggiungere gli obiettivi prefissati, comunicando i risultati conseguiti all'interno di un processo coordinato dall'ONU, che effettua una valutazione di tutti i progressi e risultati ottenuti per ogni singolo paese, attraverso l'attività dell'High Level Political Forum (HLPF). (14)

Nel marzo 2018 la Commissione Europea ha reso pubblico un piano d'azione per favorire lo sviluppo sostenibile. Questo documento delinea le misure necessarie per creare un sistema finanziario in grado di sostenere la crescita sostenibile da un punto di vista economico, sociale e ambientale, contribuendo all'implementazione dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e l'agenda 2030 delle Nazioni Unite. Gli obiettivi principali di questo piano d'azione sono (15):

- Orientare gli investimenti finanziari verso un'economia sostenibile;
- Gestire i rischi associati al cambiamento climatico e all'inquinamento ambientale.

- rafforzare la trasparenza e promuovere gli investimenti a lungo termine.



Figura 3- 17 Obiettivi per lo sviluppo sostenibile - fonte: <https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

Il Green Deal europeo rappresenta una strategia di crescita che mira a trasformare l'Europa nel primo continente a raggiungere la neutralità climatica, stabilendo e di strumenti necessari per conseguirli: presentato dalla Commissione europea nel dicembre 2019, questo piano include una serie di iniziative strategiche mirate a promuovere una transizione verde nell'UE , con l'obiettivo ultimo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050.

Questo accordo sottolinea l'importanza di un approccio olistico e intersettoriale, in cui tutti i settori strategici pertinenti contribuiscano per raggiungere l'obiettivo climatico. Nel pacchetto sono incluse iniziative riguardanti clima, ambiente, energia, trasporti, industria, agricoltura e finanza sostenibile, tutti settori strettamente interconnessi.

Il Green Deal prevede un Piano di investimenti per l'Europa sostenibile, con l'intento di mobilitare risorse pari a mille miliardi di euro nel prossimo decennio. Tuttavia, si prevede che questa transizione richiederà investimenti superiori ai fondi del bilancio UE e ai fondi pubblici disponibili: si stima infatti che il fabbisogno aggiuntivo sarà pari a 180 miliardi di euro l'anno. (16)

Per ridurre questo divario e facilitare la transizione verso un'economia più sostenibile, il sistema finanziario deve ricoprire un ruolo centrale, attuando normative adeguate che permettano di superare i limiti attuali dei rating ESG utilizzati per l'analisi e la sostenibilità, migliorando la completezza e la qualità delle informazioni e l'eterogeneità delle metodologie usate per favorire la loro elaborazione. All'interno del settore della regolamentazione, le autorità europee di vigilanza rivestono un ruolo fondamentale, in particolare l'ESMA, l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati che svolge delle operazioni di controllo, coordinamento e vigilanza nel mercato dei capitali, attraverso

l’emanazione di norme di regolamentazione e di attuazione che stanno avendo un impatto davvero significativo all’interno del mondo degli investimenti ESG. (17)

A tal fine, la Regolamentazione Europea sulla finanza sostenibile ha attuato numerose iniziative nel corso degli anni, come possibile notare nella figura 4 :

- **Un sistema di classificazione comune per le attività economiche sostenibile (Tassonomia dell’UE):** Definisce un linguaggio comune e chiarisce quali attività devono essere considerate sostenibili.
- **Interventi per rafforzare l’affidabilità e la comparabilità delle informazioni fornite dalle aziende:** La revisione della direttiva sulla rendicontazione delle informazioni non finanziarie da parte delle imprese (la NFRD) e l’approvazione del regolamento sull’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFRD).
- **La definizione di regole per prodotti finanziari specifici e sostenibili:** L’introduzione di standard comuni per i Green Bonds, mirati a incrementare la trasparenza del mercato e a fornire agli investitori informazioni chiare e complete sulle opportunità e i rischi di investimento.

Quadro normativo di riferimento UE

Evoluzione temporale



Figura 4 Mappa delle principali norme UE – fonte: Euromobiliare, «Finanza sostenibile e investimenti ESG,» [Online]. Available: <https://magazine.easim.it/finanza-sostenibile-e-investimenti-esg>.

1.3.1 IL REGOLAMENTO 2020/852

Il regolamento 2020/852 (definito anche Regolamento Tassonomia) è stato pubblicato il 22 Giugno 2020 e introduce un sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili con l’obiettivo di favorire la trasparenza delle informazioni sugli investimenti sostenibili.

Il regolamento tassonomia stabilisce diversi obiettivi ambientali da raggiungere tra cui la mitigazione e l'adattamento ai cambiamenti climatici, la riduzione dell'inquinamento, la tutela di acque e risorse marine, la protezione di biodiversità ed ecosistema e la transizione verso l'economia circolare.

Un'attività viene dichiarata sostenibile se:

- Contribuisce a raggiungere gli obiettivi ambientali individuati dal regolamento Tassonomia.
- Non crea danni significativi agli altri obiettivi ambientali.
- Rispetta le garanzie minime di salvaguardia sociale per la tutela dei diritti umani e i diritti dei lavoratori.
- Conformità a criteri di verifica tecnici che vengono specificati dalla commissione attraverso atti delegati.

La classificazione delle attività economiche interessa diversi intermediari finanziari, come le banche, le società di grandi dimensioni che hanno l'obbligo di fornire al mercato dichiarazioni non finanziarie, i paesi membri dell'Ue che, fissano degli standard a prodotti finanziari e/o obbligazioni societarie nel contesto delle loro politiche ambientali. (17)

1.3.2 IL REGOLAMENTO 2019/2088

Il regolamento 2019/2088 (Sustainable Finance Disclosure Regulation), pubblicato il 19 Dicembre 2019 ed è entrato in vigore in Europa dal 10 Marzo 2021, introduce per tutti i partecipanti ai mercati finanziari (gli emittenti di titoli azionari, intermediari consulenti finanziari) obblighi di trasparenza sulle politiche adottate per integrare i rischi di sostenibilità ambientale nei loro processi decisionali di investimento, e gli eventuali effetti negativi di tali decisioni sui fattori di sostenibilità.

Gli operatori finanziari, devono divulgare le informazioni sul modo in cui vengono valutati i rischi di sostenibilità nel processo decisionale e quali conseguenze possono avere sui rendimenti. (17)

Il regolamento SFRD impone a tutti gli operatori che classificano i propri prodotti come sostenibili, l'obbligo di divulgare delle informazioni dettagliate circa gli obiettivi sostenibili o le considerazioni ambientali e sociali di questi prodotti.

Questa normativa specifica tre diverse tipologie di prodotti che rispecchiano i fattori ESG e che sono gestiti dalle società d'investimento europee:

- **I prodotti “dark green”** mirano a perseguire dei risultati specifici in termini di sostenibilità ambientale e sociale, mantenendo un focus sui rendimenti finanziari. Le imprese devono dimostrare ai propri clienti che questi investimenti siano effettivamente sostenibili, attraverso la raccolta di dati qualitativi e quantitativi.
- **I prodotti “light green”** promuovono gli obiettivi ESG, ma questi non sono necessariamente gli obiettivi principali. Questi prodotti utilizzano dei criteri di scelta più flessibili rispetto ai

prodotti dark green.

- **I prodotti “Grey green”** non includono filtri legati strettamente sulla sostenibilità, e quindi permettono di effettuare investimenti in vari settori. (18)

1.3.3 IL REGOLAMENTO BENCHMARK

L'Unione Europea ha introdotto il 9 dicembre 2019 il Regolamento (UE) 2019/2089, che modifica il già esistente Regolamento (UE) 2016/1011 ("Regolamento Benchmark"). Questo nuovo regolamento introduce indici di riferimento che mirano a ridurre le emissioni di gas serra, evitare i fenomeni di greenwashing e orientare gli investimenti dei risparmiatori verso attività che contrastano il fenomeno del cambiamento climatico.

Attraverso l'utilizzo di questi benchmark, costruiti secondo metodologie indicate dal Regolamento, i risparmiatori potranno identificare più facilmente prodotti finanziari con un reale impatto positivo sul clima, conformi alle regole UE.

Le due tipologie di "benchmark climatici" europei sono:

- **L'indice di riferimento UE di transizione climatica:** Comprende un insieme di benchmark composti da attività finanziarie (azioni e obbligazioni) emesse dalle imprese che seguono un percorso di decarbonizzazione.
- **L'indice di riferimento UE allineati con gli obiettivi degli accordi Parigi:** Benchmark che raccoglie tutte le attività finanziarie che favoriscono l'allineamento degli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra del portafoglio finanziario delle imprese con gli obiettivi stabiliti dall'accordo di Parigi. (17)

1.3.4 LA LEGGE CSRD

La Corporate Sustainability Reporting Directive CSRD è entrata in vigore nel gennaio 2023, e si pone l'obiettivo di rafforzare le disposizioni delle informazioni sulla sostenibilità; questa legge ha sostituito la precedente normativa europea sulla rendicontazione non finanziarie (conosciuta anche come Direttiva NFRD) che obbligava le grandi imprese a comunicare annualmente delle informazioni aziendali, sociali e di governance.

La CSRD ha ampliato l'ambito di applicazione e i requisiti di rendicontazione rispetto alla NFRD, imponendo alle imprese di fornire una serie di dati dettagliati riguardanti i fattori ESG, migliorandone la trasparenza; questa norma chiede alle aziende di divulgare informazioni relative all'impatto delle proprie attività sull'ambiente e sulle persone, e di come gli obiettivi, le misure e tutti i rischi legati alla sostenibilità influenzano la loro situazione finanziaria.

Questo approccio crea un notevole vantaggio per investitori, analisti, consumatori e altri stakeholders, fornendo un quadro completo delle prestazioni di sostenibilità aziendale e dei relativi impatti e rischi. Le informazioni rilasciate dalle imprese devono essere conformi a degli standard ESRS (European Sustainability Reporting Standards) rilasciati dall'EFRAG, European Financial Reporting Advisory Group, un ente indipendente che coinvolge diverse parti interessate.

La commissione europea ha adottato questi standard il 31 luglio 2023, permettendo alle imprese di rispondere ad obblighi di reporting stabiliti dalla CSRD: l'ERSR comprende 12 tipologie di standard, che suddivise in base a fattori ambientali, sociali e di governance. (19)

1.4 LA DIFFUSIONE DEGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI

L'investimento sostenibile viene definito come un approccio che integra nel lungo periodo i fattori ambientali, sociali e di governance nel processo di ricerca, analisi e selezione di titoli per il portafoglio azionario di un'impresa; questa definizione è stata formulata dall'EUROSIF (Forum Europeo per gli investimenti sostenibili e responsabili), che si occupa della promozione e della sostenibilità all'interno dei mercati finanziari.

Negli ultimi anni gli investimenti sostenibili hanno registrato una crescita significativa: secondo i rapporti forniti dall'Alleanza degli investimenti sostenibili (GSIA), gli asset in gestione per questi investimenti sono aumentati, passando da 13 Miliardi di US \$ nel 2012 ai 23 miliardi di US \$ nel 2016, 35 miliardi di US \$ nel 2020 fino ad arrivare a quasi 50 miliardi di US \$ nel 2024.

A livello geografico, le regioni che adottano maggiormente questi investimenti rimangono gli Stati Uniti e l'Europa, che nel periodo 2018-2020 hanno rappresentato più dell'80% degli asset globali di investimento sostenibile, sebbene l'Europa abbia perso terreno rispetto agli Stati Uniti, a causa delle nuove normative dell'UE. Seguono, il Giappone (8%) e Canada (7%).

Questo sviluppo significativo è dovuto in parte alla maggiore consapevolezza sull'importanza della sostenibilità, al quale hanno contribuito la crisi finanziaria del 2008 e la campagna di informazione sul cambiamento climatico, e dall'altra parte all'incremento del numero di investitori aderenti ai principi per l'investimento responsabile (noto come PRI), l'iniziativa che si occupa di promuovere l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance nelle decisioni d'investimento.

Lanciato nell'Aprile 2006 con il contributo dell'ONU, il PRI comprende un insieme di investitori istituzionali che gestiscono un patrimonio totale in gestione (Asset Under Management) di oltre 100 trilioni di dollari e sono tenuti a divulgare dei report con i progressi ottenuti delle proprie attività. Tra i principali investitori che fanno parte dei PRI figurano il Norwegian Government Pension Fund, il Government Pension Fund of Thailand, il Canada Pension Plan Investment Board e il California Public Employees' Retirement System. Questi investitori istituzionali si impegnano a rispettare una serie di principi fondamentali che riguardano: (20)

- L'integrazione delle tematiche ESG nei processi di analisi degli investimenti e nel processo decisionale.
- L'integrazione degli ESG nelle politiche e pratiche societarie.
- Garantire una rendicontazione adeguata sulle questioni ESG.
- Favorire l'attuazione dei principi nel settore degli investimenti.
- L'attuazione efficiente dei principi.

- Fornire report sulle proprie attività e sui progressi compiuti nell'attuazione dei principi.

L'investimento sostenibile si è diffuso notevolmente negli ultimi anni anche grazie all'aumento del numero di strumenti finanziari a disposizione degli investitori, come i fondi comuni e gli Exchange-Traded Funds (ETF), che facilitano l'integrazione dei fattori ESG nel portafoglio finanziario.

Secondo il rapporto "Global Sustainable Fund Flows: Q1 2024 in Review" stilato da Morningstar, il primo trimestre del 2024 è stato caratterizzato da un incremento di fondi sostenibili che hanno attirato afflussi netti a livello globale per circa 900 milioni di dollari, mentre l'ultimo trimestre dello scorso anno erano stati registrati deflussi di 88 milioni di dollari. Come è possibile osservare nella tabella 1, l'Europa rappresenta l'84% degli asset in fondi sostenibili globali, con un valore pari a 2,5 trilioni di dollari, mentre gli Stati Uniti detengono appena l'11% (circa 335 miliardi di dollari). L'Asia (escluso il Giappone), costituisce il 2% del patrimonio globale, mentre Giappone, Australia, Canada e Nuova Zelanda rappresentano solamente l'1%.

L'Europa mantiene il primato dei flussi con 10,9 miliardi di dollari, quasi il doppio rispetto agli ultimi tre mesi del 2023; questi valori sono sostenuti dai flussi in direzione dei fondi passivi che si attestano a 22 miliardi di dollari, e che contrastano i deflussi dai fondi attivi che proseguono nel primo trimestre del 2024 per un valore di 11 miliardi (in discesa rispetto a -17,5 miliardi del quarto trimestre 2023). L'aumento dei flussi in direzione dei fondi sostenibili in Europa si è tradotto anche in un moderato aumento del tasso di crescita organica, una rappresentazione delle opportunità di crescita derivanti dallo sviluppo delle attività interne di una impresa (dallo 0,21% del quarto trimestre del 2023 allo 0,44% del primo trimestre del 2024).

Per quanto riguarda le asset class, nel settore azionario, nei primi mesi del 2024 sono stati registrati deflussi tra i fondi azionari ESG pari a 1,3 miliardi di dollari mentre i fondi obbligazionari sostenibili hanno registrato un incremento significativo degli afflussi netti, per un valore totale di 19,6 miliardi di dollari, in notevole aumento del 244% rispetto al trimestre precedente. (21)

Exhibit 1 Global Sustainable Fund Statistics

Q1 2024 Region	Flows	Assets		Funds	
	USD Billion	USD Billion	% Total	#	% Total
Europe	10.9	2,513	84	5,581	73
United States	-8.8	335	11	630	8
Asia ex-Japan	0.2	63	2	606	8
Australia/New Zealand	0.0	30	1	261	3
Japan	-1.7	25	1	233	3
Canada	0.2	34	1	332	4
Total	0.9	2,999		7,643	

Tabella 1 - Flussi globali degli AUM nel primo trimestre del 2024 – fonte: <https://fundspeople.com/it/nel-i-trimestre-i-flussi-verso-le-strategie-esg-ritrovano-il-segno-piu-a-livello-globale/>

Negli Stati Uniti, nel primo trimestre del 2024, sono stati registrati i deflussi più alti di sempre dai fondi sostenibili per un valore pari a 8,8 miliardi di dollari, a causa principalmente della crescita dei tassi di interesse, dei risultati negativi ottenuti nel 2023, delle preoccupazioni sul greenwashing e della politicizzazione degli investimenti in ottica anti-ESG.

Nel campo delle asset class, i fondi obbligazionari sostenibili negli USA hanno raccolto circa 774 milioni di dollari, mentre i flussi dei fondi azionari hanno raggiunto il valore di 9,5 miliardi di dollari nel corso del trimestre. Per quanto riguarda la situazione negli altri paesi, i flussi totali dei fondi sostenibili in Canada sono stati pari a 188 milioni di USD, mentre i flussi netti dei fondi sostenibili di Australia e Nuova Zelanda sono stati pari a 27 milioni di USD. Infine, il Giappone ha registrato deflussi pari a 1,7 miliardi di USD, seguendo l'andamento dei flussi del 2023.

Nonostante l'incremento dei flussi di fondi sostenibili, il primo trimestre del 2024 è stato registrato un calo dei lanci di nuovi fondi globali, raggiungendo il numero di 97 nuovi fondi sostenibili introdotti in tutto il mondo, contro i 176 fondi lanciati alla fine del 2023. Il rallentamento del lancio dei nuovi prodotti può essere attribuito al contesto macroeconomico caratterizzato dall'incremento dei tassi d'interesse, dall'inflazione e dalle incertezze legate al contesto normativo.

La tabella 2 rappresenta i principali gestori di fondi sostenibili a livello globale: il più grande gestore al mondo è BlackRock, leader nel settore degli investimenti sostenibili con 368 miliardi di dollari di asset che controlla la maggior parte dei fondi europei e statunitensi. Segue Amundi, che è il principale gestore di fondi sostenibili in Europa con 177 miliardi di dollari, e UBS con 171 miliardi di AUM, soprattutto in fondi gestiti passivamente (104 miliardi di dollari). (22)

Overall		Actively Managed		Passively Managed	
Firm	(USD Billion)	Firm	(USD Billion)	Firm	(USD Billion)
BlackRock (incl. iShares)	367.6	Amundi (incl. Lyxor)	83.6	BlackRock (incl. iShares)	291.6
Amundi (incl. Lyxor)	177.2	BlackRock (incl. iShares)	76.0	UBS (incl. Credit Suisse)	104.1
UBS (incl. Credit Suisse)	171.2	Natixis	73.3	Amundi (incl. Lyxor)	93.6
DWS (incl. Xtrackers)	100.0	UBS (incl. Credit Suisse)	67.1	Northern Trust	50.4
Swisscanto	85.7	Nordea	61.3	Vanguard	48.4
BNP Paribas	85.0	DWS (incl. Xtrackers)	57.9	DWS (incl. Xtrackers)	42.0
Natixis	76.0	KBC	55.6	Handelsbanken	34.1
Nordea	61.3	BNP Paribas	53.5	Swisscanto	33.1
KBC	55.6	Swisscanto	52.6	BNP Paribas	31.6
Northern Trust	54.3	Pictet	50.9	State Street	25.3
Vanguard	51.5	Allianz Global Investors	48.1	Legal & General	19.8
Pictet	50.9	Parnassus	40.4	Länsförsäkringar	18.5
Allianz Global Investors	48.1	Union Investment	34.2	Invesco	13.4
Parnassus	40.4	Eurizon	32.0	Eaton Vance	10.5
Handelsbanken	38.9	Goldman Sachs (incl. NNIP)	31.6	HSBC	9.1
Royal London	36.5	Royal London	30.0	Cathay Securities Investme	8.8
Eaton Vance	35.9	AXA IM	29.7	Storebrand Fonder	8.5
Union Investment	34.2	Robeco	27.5	Scottish Widows	6.7
Eurizon	32.0	Vontobel	26.5	Royal London	6.4
Goldman Sachs (incl. NNIP)	31.7	Candriam	26.4	Nuveen	6.1

Tabella 2 - I principali gestori di fondi sostenibili – fonte: <https://fundspeople.com/it/nel-i-trimestre-i-flussi-verso-le-strategie-esg-ritrovano-il-segno-piu-a-livello-globale/>

1.5 LA CLASSIFICAZIONE DELLE STRATEGIE ESG

Per investire in maniera sostenibile e responsabile l'EUROSIF ha suddiviso e classificato diverse strategie di investimento che possono essere combinate per raggiungere gli obiettivi di sostenibilità ambientale, sociale e di governance previsti dall'agenda 2030 e dagli accordi di Parigi, e soddisfare i requisiti dei PRI.

Le strategie di investimento sostenibili sono:

- **Strategia di esclusione:** Impedisce gli investimenti in imprese o settori coinvolti in attività il cui business risulta incompatibile con i criteri ESG o con gli standard normativi internazionali. Le esclusioni più comuni riguardano i settori dedicati alla produzione di armi tabacco, energia nucleare, gioco d'azzardo, alcol e test sugli animali.
- **Screening normativo:** Gli investimenti sono sottoposti a continui screening per valutare la compatibilità delle imprese in portafoglio con gli standard minimi di business practice basati sulle normative internazionali di riferimento come quelli definiti dall'OCSE (l'organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico) e dall'ONU (l'organizzazione delle Nazioni Unite).
- **Strategie basate su voto e azionariato attivo:** Strategie che privilegiano le imprese in cui gli azionisti esercitano il diritto di voto per influenzare il comportamento aziendale riguardo le tematiche ESG.
- **Strategia di integrazione:** Permette l'inclusione esplicita e sistematica dei fattori ESG più rilevanti nell'analisi finanziaria tradizionale. Questo processo di integrazione si focalizza sul potenziale impatto dei fattori ESG sui rendimenti e sui rischi delle imprese e influenzando, a sua volta, sulla decisione di investimento.
- **Selezione di titoli "best in class":** Seleziona le imprese capaci di ottenere i migliori punteggi in termini ESG all'interno del loro settore di riferimento, e può essere applicata a molteplici settori, anche a quelli più controversi.
- **Investimento a tema sostenibile:** Permette la scelta di investimenti che si focalizzano su temi relativi alla sostenibilità sociale e ambientale (le energie rinnovabili, l'efficienza energetica o la salute).
- **Investimento a impatto:** Permette di realizzare investimenti in imprese, organizzazioni e fondi finalizzati con l'obiettivo di generare un impatto socio-ambientale positivo insieme a un ritorno finanziario. Si tratta spesso di investimenti specifici, come quelli in microfinanza o nel mercato dei green bonds. (23)

Le strategie di integrazione hanno mostrato la crescita più significativa negli ultimi anni in tutto il mondo, con un'ampia diffusione nel Nord America e in Giappone. Nel 2020, i fondi che adottavano

queste strategie gestivano asset per poco più di 25 mila miliardi di dollari, il 48% del totale; a seguire i fondi di screening normativo, che è la strategia più diffusa in Europa dai fondi ESG, con 15,9 mila miliardi di dollari di asset in gestione, e la strategia di engagement con 10,5 miliardi di dollari in gestione.

Tutte le altre strategie d'investimento sebbene siano in forte crescita, mantengono dei valori marginali all'interno del mondo sostenibile. Nel mercato italiano, le strategie di investimento sostenibile hanno registrato una crescita notevole. Tra queste iniziative, le più diffuse sono le strategie di esclusione e di engagement, seguite dallo screening normativo. Negli ultimi anni, anche gli investimenti tematici e gli investimenti a impatti hanno visto una crescita rapida e significativa, riflettendo un crescente interesse verso la sostenibilità e l'impatto sociale. (24)

Alcune di queste strategie sono elaborate nella fase precedente l'investimento (ex ante) e basate su specifici criteri di inclusione e richiedono uno sforzo nella produzione di rendimento sociale piuttosto basso, mentre altre strategie creano un valore sociale condiviso attraverso la partecipazione attiva e l'esercizio di attività di monitoraggio (ex post).

Tra le strategie ex ante rientrano le strategie di esclusione, quelle di integrazione e le best in class, mentre tra le strategie ex post rientrano quelle di engagement e quelle basate sul voto. Le strategie ex ante, che vengono definite low cost Sri, richiedono sforzi minori nella produzione di rendimento sociale rispetto alle strategie ex post, che vengono definite high cost SRI.

CAPITOLO 2: I CRITERI ESG NELLA FINANZA SOSTENIBILE

2.1 I CRITERI ESG

L'ESG si riferisce principalmente a un insieme di criteri di misurazione e standard che valutano le attività di un'organizzazione in ambito ambientale, sociale e di governance. Questi criteri si traducono in procedure operative e buone pratiche che guidano le aziende nel raggiungimento di obiettivi legati alla sostenibilità ambientale, al benessere sociale e all'etica nella gestione.

I criteri ESG sono inoltre utilizzati da diversi attori interessati come dipendenti, fornitori, cittadini, istituzioni, investitori, banche e assicurazioni, per valutare l'impegno di un'organizzazione verso la sostenibilità e la sua capacità di gestire i rischi connessi a fattori ambientali, sociali e normativi. (25) Gli ESG sono nati nel 2004, quando Kofi Annan, all'epoca Segretario generale delle Nazioni Unite, propose un'iniziativa a oltre 50 CEO delle principali istituzioni finanziarie a livello mondiale, con lo scopo di integrare questi criteri nei mercati dei capitali, promuovendo una maggiore attenzione verso la sostenibilità.

Un anno dopo, nel 2005, questo acronimo venne ufficialmente coniato durante la conferenza "Who Cares Wins", un evento che vide la partecipazione di importanti figure del mondo finanziario, come investitori istituzionali, gestori patrimoniali, analisti di ricerca, consulenti globali ed enti governativi, con l'obiettivo chiaro di esplorare in maniera approfondita il ruolo di questi criteri nella gestione degli investimenti e nella ricerca finanziaria. (26)

L'acronimo ESG, come già detto prima viene suddiviso in tre principali aree tematiche, con una serie di criteri di misurazione specifici per area (Figura 5). Queste aree sono:

- **Environmental:** Quest'area riguarda le iniziative e operazioni aziendali che devono misurare e ridurre l'impatto ambientale delle attività produttive: in particolare, focalizza l'attenzione sui cambiamenti climatici e sulla capacità di mitigazione dei rischi correlati, promuovendo una gestione più responsabile delle risorse naturali e delle materie prime, sulla riduzione delle emissioni di anidride carbonica e sulla protezione della biodiversità.
- **Social:** Quest'area riguarda tutte le decisioni e le attività aziendali che impattano sulla società, come il rispetto dei diritti umani, dei diritti civili e dei lavoratori, con un'attenzione particolare alle condizioni di lavoro, alla parità di genere, alla lotta contro ogni forma di discriminazione e alla promozione dell'inclusione. Le aziende devono contribuire positivamente allo sviluppo sociale delle comunità in cui operano, cercando di migliorare il benessere dei lavoratori e delle popolazioni locali, ad esempio attraverso iniziative di sviluppo del territorio o progetti per migliorare la qualità della vita.
- **Governance:** Comprende tematiche come la trasparenza e l'etica nella gestione aziendale. Le aziende devono cercare di garantire il rispetto delle regole di meritocrazia, la tutela dei diritti degli azionisti e la lotta contro la corruzione. Il buon governo aziendale si riflette anche nella composizione e nel funzionamento dei Consigli di amministrazione, che operano secondo dei principi di responsabilità, trasparenza e correttezza. (27)

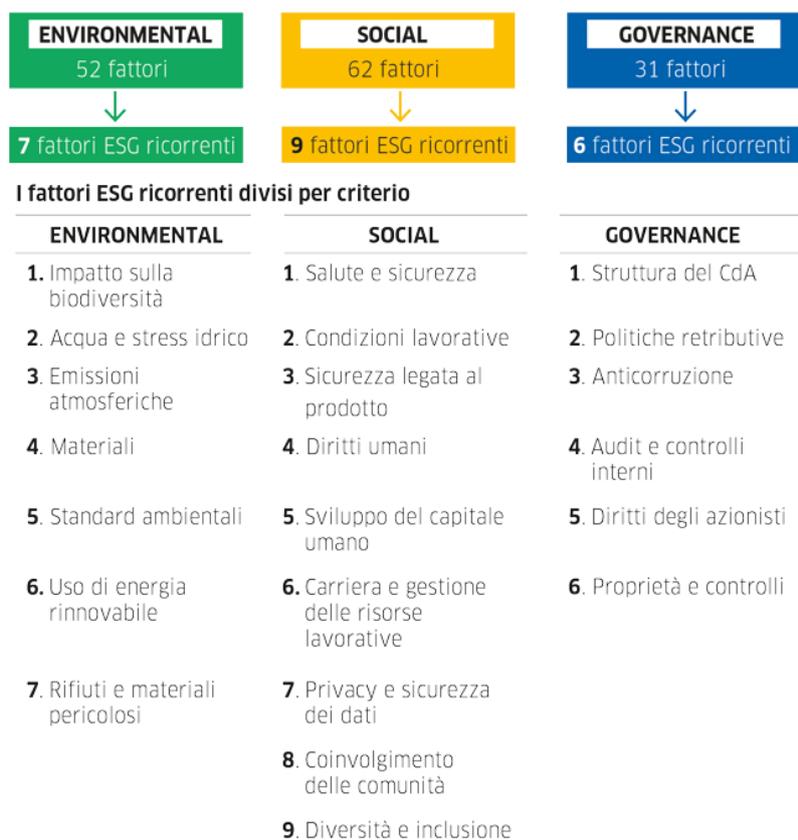


Figura 5: I criteri ESG – fonte: https://www.ecodibergamo.it/stories/skille/responsabilita-sociale/la-sostenibilita-si-deve-misurare-un-solo-standard-contro-o_1427107_11/

2.1.1 I BENEFICI DEI CRITERI ESG PER LE IMPRESE

Le aziende stanno riconoscendo l'importanza di integrare i criteri ESG nelle loro attività, non solo per rispondere alle crescenti richieste normative, ma anche per trarre diversi vantaggi dalle opportunità che questa trasformazione offre. In Europa, ad esempio, si prevede l'introduzione di informative ESG obbligatorie per le imprese, che dovranno garantire la veridicità delle informazioni pubblicate sui siti web e nei documenti ufficiali. Questo implica che le aziende dovranno adeguarsi rapidamente alle nuove regole per evitare problemi futuri.

Il vantaggio principale di un'implementazione precoce e ben strutturata dei criteri ESG è di natura strategica: le imprese che adottano queste pratiche non solo si adeguano alle normative, ma hanno anche l'opportunità di ripensare i propri modelli di business, cogliere le nuove opportunità di mercato e prepararsi meglio alle sfide future. (26)

Le aziende che decidono di utilizzare questi criteri hanno accesso a un più ampio bacino di capitali e ciò può contribuire ad ottenere un vantaggio sui competitor; gli investitori possono allineare i propri investimenti ai valori personali, spesso ottenendo dei rendimenti competitivi o superiori rispetto agli approcci tradizionali.

Questi parametri sono diventati rilevanti per consumatori, dipendenti, istituti di credito e autorità di regolamentazione; le aziende che si impegnano a migliorare le condizioni di lavoro, promuovere la

diversità, sostenere la comunità e affrontare questioni socioeconomiche contribuiscono a rafforzare il proprio marchio. I consumatori sono quindi disposti a pagare di più per marchi che riflettono i loro valori e tendono a rimanere più fedeli le aziende che si impegnano attivamente in queste iniziative.

L'utilizzo dei criteri ESG, oltre ad attirare investitori e consumatori, può migliorare le performance finanziarie delle aziende: anche delle iniziative modeste, come l'eliminazione della carta, il riciclo o l'adozione di tecnologie energeticamente efficienti, possono incrementare i profitti e il ritorno sugli investimenti (ROI). Le aziende che monitorano parametri chiave, come il consumo energetico, l'uso delle materie prime e la gestione dei rifiuti, possono ridurre significativamente i costi operativi, ad esempio abbassando le bollette energetiche. Il rispetto delle normative ESG, inoltre, riduce il rischio di multe e sanzioni, migliorando la redditività complessiva.

In un contesto normativo in continua evoluzione, evitare l'utilizzo dei criteri ESG potrebbe quindi comportare problemi legali, reputazionali e di conformità in futuro. Le aziende che non agiscono in questa direzione rischiano di subire una riduzione della fiducia da parte di clienti, dipendenti e partner commerciali. Per tali ragioni, è sempre più evidente che le aziende devono impegnarsi a contribuire a un mondo sostenibile, anche al di là degli obblighi normativi. (28)

2.1.2 ESG E INVESTIMENTI FINANZIARI

In passato, gli investitori erano principalmente interessati a progetti o aziende con un forte potenziale economico. Oggi però la situazione è cambiata poiché un numero sempre crescente di investitori socialmente consapevoli cerca di destinare i propri capitali verso le organizzazioni che condividono i loro stessi principi e valori morali.

Sebbene ci fossero timori che questa tendenza potesse rallentare a causa delle difficoltà economiche causate dalla pandemia di Covid-19, un'analisi della società di consulenza EY ha invece dimostrato il contrario; le aziende hanno accelerato la transizione verso un modello di capitalismo più inclusivo e responsabile, nonostante l'impatto della pandemia globale.

La pressione verso l'utilizzo di strategie d'investimento più sostenibili arriva sia dal pubblico che dai governi: a livello governativo, molti dei pacchetti di stimolo economico sono stati legati a risultati ecologici, come per esempio, il fondo per la ripresa da Covid-19 redatto dalla Commissione Europea, del valore di 750 miliardi di euro, che ha destinato circa un quarto di queste risorse alla mitigazione del cambiamento climatico. (26)

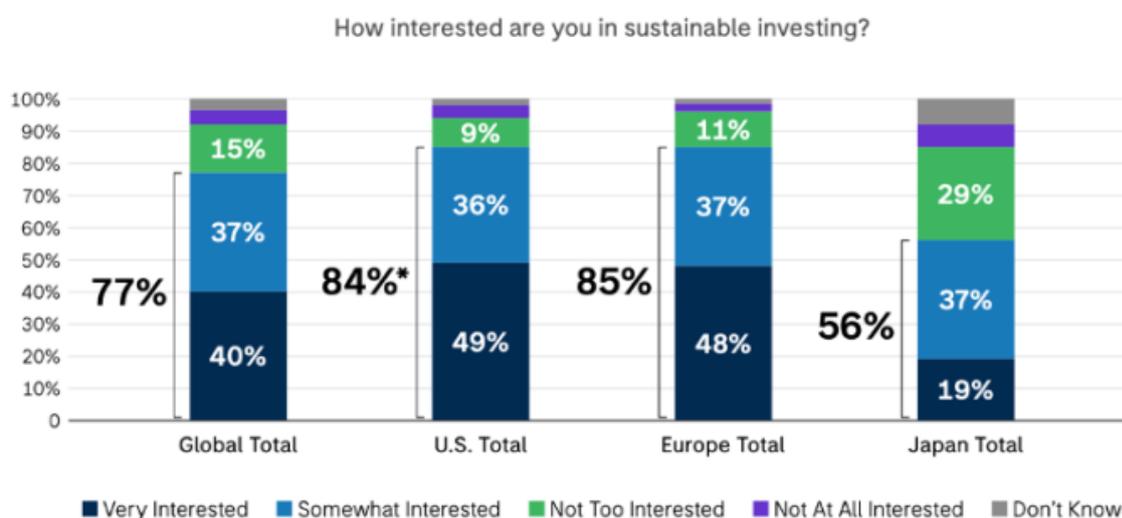
Inoltre, è cresciuta la consapevolezza tra investitori e imprese che i criteri ESG potrebbero diventare obbligatori. Per questo motivo, adottare strategie sostenibili è visto come un approccio prudente per prepararsi a future regolamentazioni ambientali.

BlackRock, fondo d'investimento che gestisce oltre 6.500 miliardi di dollari, una cifra ben superiore al PIL di molte nazioni è stato uno delle prime organizzazioni a indirizzare i propri investimenti verso imprese che utilizzano i criteri ESG; il fondo d'investimento ha annunciato che darà la priorità alle aziende che migliorano il loro impatto ambientale e rafforzano la governance interna, promuovendo la tutela e i diritti del personale. Inoltre, ha stilato una lista con tutte le imprese che non stanno facendo abbastanza per contrastare il cambiamento climatico, uno dei principali criteri ESG e un tema sempre più al centro dell'attenzione pubblica.

BlackRock, tuttavia, non è sola in questo impegno poiché diverse realtà stanno adottando parametri ESG per valutare il valore, le potenzialità e i rischi delle imprese. La convinzione crescente è che il

rischio legato al cambiamento climatico e alla relazione tra imprese e ambiente rappresenti un fattore sempre più determinante nel valutare il rischio di investimento. (29)

Nella figura 6 è possibile notare come in Europa, l'interesse per gli investimenti ESG nel 2023 è più alto della media globale (85%), mentre negli Stati Uniti è del 84%. In Giappone, invece, il livello è più basso (56%), a causa di un mercato degli investimenti sostenibili meno sviluppato. Il crescente interesse globale è stato influenzato da vari fattori come l'aumento dell'inflazione, le nuove scoperte scientifiche sul cambiamento climatico e le buone performance finanziarie degli investimenti ESG. Anche coloro che ritengono che i propri investimenti ESG abbiano sottoperformato rispetto a quelli tradizionali nel 2022 mostrano un interesse crescente per questa tipologia di investimenti, suggerendo che gli investitori sostenibili hanno una visione a lungo termine.



*U.S. rates of interest appear to sum to 85% due to rounding. The "Very Interested" rate is 48.5% and "Somewhat Interested" rate is 35.6%, or 84.1% total.

Figura 6 : L' interesse degli investitori per i criteri ESG – fonte: <https://esgnews.it/investimenti/investimenti-esg-interessano-al-77-degli-investitori-individuali-globali/>

Nonostante l'interesse crescente, solo il 14% degli intervistati ha allocato più della metà del proprio portafoglio in opzioni sostenibili, mentre l'8% dichiara di non essersi ancora dedicato a investimenti di questo tipo. Un aspetto interessante emerso dall'indagine è che, sebbene i rendimenti finanziari siano la priorità principale per gli investitori, l'80% degli intervistati crede che non ci sia un conflitto tra guadagni e sostenibilità. Molti investitori ritengono che l'utilizzo dei criteri ESG possano portare a rendimenti più elevati e a degli investimenti migliori nel lungo periodo; oltre a ottenere rendimenti competitivi, gli investitori vogliono che i loro investimenti riducano i danni ambientali e abbiano un impatto positivo.

Più di tre quarti degli investitori credono che le aziende debbano affrontare questioni ambientali e sociali, e considerano le pratiche ESG quando selezionano i loro investimenti. In particolare, ridurre rifiuti, inquinamento, utilizzo di acqua e adottare solide pratiche di governance sono priorità centrali. Circa l'80% degli investitori tiene conto della rendicontazione aziendale sull'impronta di carbonio e dell'impegno a ridurre le emissioni di gas serra. Nonostante ciò, le società energetiche tradizionali

non vengono escluse, purché abbiano piani solidi per ridurre le emissioni e affrontare il cambiamento climatico. Secondo i dati rappresentati nel grafico in figura 7, il 51% degli investitori si dice disposto a investire in queste aziende, e questa percentuale aumenta al 62% tra coloro che sono particolarmente interessati agli investimenti sostenibili, o al 55% tra chi considera l'azione climatica una priorità. Infine, tra le barriere agli investimenti ESG, gli investitori citano la mancanza di trasparenza e fiducia nei dati ESG, e le preoccupazioni sul greenwashing. (30)

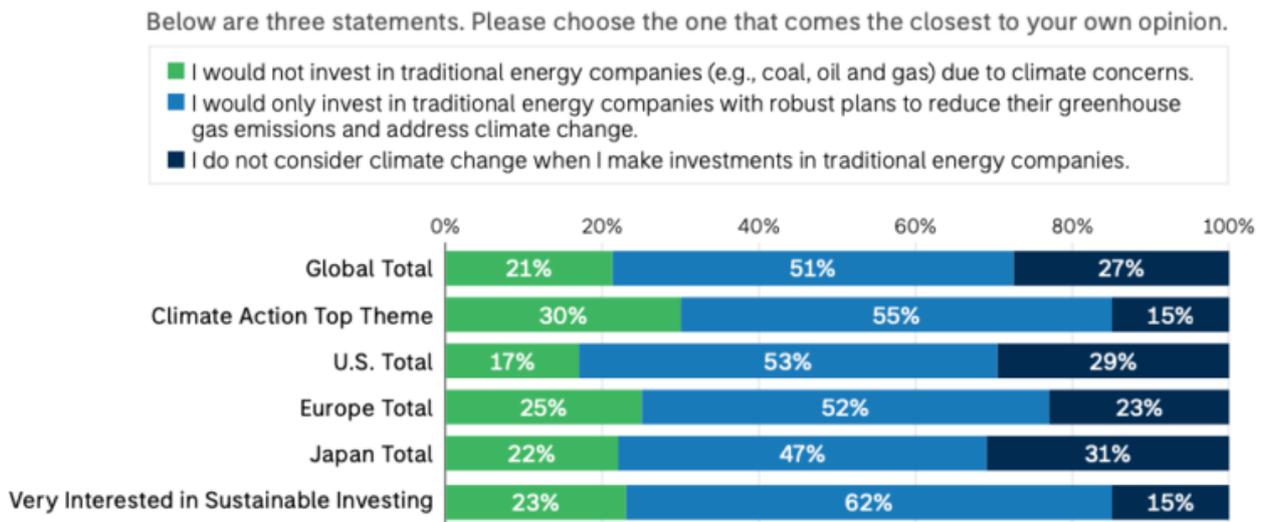


Figura 7 : L' Interesse degli investitori per società energetiche con piani di transizione sostenibili – fonte: <https://esgnews.it/investimenti/investimenti-esg-interessano-al-77-degli-investitori-individuali-globali/>

2.2 I PRINCIPALI STRUMENTI DI FINANZA SOSTENIBILE

Il mercato dei capitali, che rappresenta una delle fonti principali di finanziamenti nel lungo periodo, è diventato essenziale per colmare tutte le lacune finanziarie necessarie a raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) e per mobilitare capitali a favore dello sviluppo sostenibile.

Negli ultimi anni, gli innovatori di mercato hanno sviluppato strumenti finanziari tematici innovativi, noti come "strumenti finanziari legati alla sostenibilità", per accelerare il raggiungimento dei SDGs.

Gli strumenti finanziari più conosciuti e più utilizzati sono:

- **Green Bond:** Obbligazioni i cui proventi sono destinati al finanziamento di progetti pubblici o privati, finalizzati a favorire il passaggio da un'economia inquinante a una più "green" (ad esempio, la mitigazione dei cambiamenti climatici, le energie rinnovabili e l'efficiamento energetico).

- **Social Bond:** Obbligazioni i cui proventi vengono utilizzati per finanziare i progetti finalizzati alla mitigazione di specifiche questioni sociali e al raggiungimento di risultati positivi (come social housing, educazione, sicurezza alimentare, occupazione).
- **Sustainability Bond:** Bond i cui proventi sono destinati al finanziamento o al rifinanziamento di combinazioni di progetti verdi e sociali.
- **Sustainability-Linked Bond:** Sono una tipologia di bond legata ad obiettivi di sostenibilità prefissati. I proventi non sono destinati a specifici progetti, ma mirano a supportare lo sviluppo di una strategia di sostenibilità in linea con l'Agenda 2030. (31)
- **Transition Bond:** Strumenti di debito emessi da entità pubbliche o private con l'obiettivo di finanziare la transizione verso pratiche più sostenibili e a basso impatto di carbonio. Queste obbligazioni sostengono settori e aziende che attualmente non sono sostenibili, ma che hanno piani concreti per diventarle, come iniziative volte a migliorare l'efficienza energetica, ridurre le emissioni di gas serra o adottare fonti di energia rinnovabile.
- **Gender Bond:** Bond che supportano l'emancipazione femminile e l'uguaglianza di genere. Iniziative internazionali come i "Principi di emancipazione femminile delle Nazioni Unite" e la "Sfida 2X" aiutano a comprendere quali attività possono essere considerate come contributi all'emancipazione femminile e all'uguaglianza di genere.
- **Blue Bond:** Sono obbligazioni che dedicano l'uso dei proventi per progetti marini, come la promozione della biodiversità e il supporto alle economie che dipendono da una pesca sana e sostenibile. Questi strumenti hanno attirato l'attenzione nell'ottobre 2018, dopo che la Banca Mondiale ha facilitato il lancio del primo blue bond sovrano al mondo dalle Seychelles. (32)

Le emissioni di queste obbligazioni avvengono solitamente nel rispetto di standard internazionali, come quelli dell'International Capital Market Association (ICMA), che fornisce una serie di linee guida volontarie per garantire trasparenza sull'utilizzo dei proventi e sull'impatto delle iniziative finanziate, contribuendo così a migliorare l'integrità del mercato.

2.2.1 I GREEN BONDS

I Green Bonds, o obbligazioni verdi, sono strumenti di debito che permettono di finanziare progetti che permettono di raccogliere fondi necessari alla transizione verso un'economia più sostenibile, oltre a ridurre i costi del debito per i progetti che hanno un impatto positivo sull'ambiente; come illustrato nella figura 8, i green bond finanziano tutti i progetti legati a energie rinnovabili, efficienza energetica, energetica, gestione delle risorse naturali, sviluppo urbano e trasporti.

Queste obbligazioni vengono emesse dalle imprese, da organizzazioni sovranazionali come la Banca Europea per gli Investimenti, e dagli Stati stessi. La prima obbligazione verde mondiale, il Climate Awareness Bond, è stata lanciata proprio dalla Banca Europea per gli Investimenti nel 2007, seguita

dal primo green bond della Banca Mondiale nel 2008. Negli ultimi anni, sono state soprattutto le emissioni statali di obbligazioni verdi a dare un forte impulso al mercato, con l'Europa a guidare il settore, rappresentando circa la metà delle emissioni globali, seguita da Nord America e Asia Pacifica. La Polonia è stato il primo Paese a lanciare un Green Bond nel 2016, seguita da Francia, Irlanda, Belgio, Paesi Bassi, Germania e Italia. (32)

La loro diffusione è cruciale per il raggiungimento degli obiettivi stabiliti dall'Unione Europea nel suo action plan, in linea con gli impegni internazionali presi. Tuttavia, nonostante notevole successo raggiunto da queste obbligazioni, secondo un sondaggio di NN Investment Partners, permangono alcune barriere da superare: la principale è legata alla percezione di rendimenti inferiori rispetto alle obbligazioni tradizionali, seguita dal timore di pratiche di greenwashing e dalla limitata capacità del mercato.

In realtà, la preoccupazione per i rendimenti inferiori è stata parzialmente mitigata dal mercato: nel 2020, i bond ESG denominati in euro hanno offerto un rendimento del 4,4%, a fronte dell'1,8% delle obbligazioni tradizionali, anche grazie alle numerose emissioni legate all'emergenza Covid-19.

In particolare, sono state le obbligazioni verdi a dare un contributo significativo a questa performance. Durante il periodo precedente alla pandemia, un'analisi di NN Investment Partners ha confrontato l'andamento del Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond Index con il Bloomberg Barclays MSCI Euro Aggregate Index, un indice che comprende obbligazioni societarie e sovrane tradizionali denominate in euro. Già nel 2019, i green bond hanno superato le obbligazioni tradizionali, offrendo un rendimento del 7,4% rispetto al 6% delle obbligazioni ordinarie. Questa analisi evidenzia come il rendimento superiore sia dovuto a una maggiore volatilità e, quindi, a un rischio più elevato. (33)

Lo sviluppo del mercato dei green bond ha portato ad un aumento dei controlli e alla definizione a livello internazionale di una serie di standard, i Green Bond Principles (GBP), definiti dall'ICMA e che rappresentano lo standard più diffuso a livello internazionale. Tuttavia, l'ICMA non fornisce direttamente un certificato di conformità alle GBP per l'obbligazione, lasciando all'emittente la facoltà di includere un'auto-certificazione nel prospetto di emissione.

I GBP riguardano in particolare quattro aree:

- **Utilizzo dei ricavi:** I ricavi devono finanziare progetti con un impatto ambientale positivo, adeguatamente descritti nella documentazione relativa al titolo.
- **Valutazione e selezione dei progetti:** L'emittente deve esplicitare se il progetto rientra tra quelli idonei per i green bond, per i criteri di selezione utilizzati e gli obiettivi di sostenibilità ambientale. È necessario avere un elevato livello di trasparenza e una revisione esterna del processo.
- **Gestione dei ricavi:** I ricavi netti devono essere depositati all'interno di un conto dedicato, e successivamente essere trasferiti in un portafoglio specifico o tracciati dall'emittente, con una comunicazione agli investitori sul collocamento dei ricavi temporaneamente non impiegati.
- **Rendicontazione:** Gli emittenti devono divulgare regolarmente i dati sull'utilizzo dei ricavi, includendo l'elenco dei progetti finanziati, una descrizione degli stessi, e un dettaglio delle somme allocate e degli impatti attesi. (34)



Figura 8 – Le principali tematiche affrontate dai green bond - fonte: <https://it.allianzgi.com/it-it/insights/news/investire-nelle-energie-pulite-con-i-green-bond>

I green bond beneficiano di un quadro normativo favorevole, con continui sforzi per standardizzare e migliorare la trasparenza del mercato; è stato realizzato lo standard europeo, pubblicato nel novembre 2023 e che sarà attivo da dicembre 2024, si allinea agli obiettivi della tassonomia UE, che permette di classificare le attività economiche sostenibili e mira a facilitare la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio.

Gli emittenti di obbligazioni verdi sono tenuti a destinare i proventi delle obbligazioni a progetti che contribuiscano ad almeno uno degli obiettivi ambientali definiti dalla tassonomia, come ad esempio la mitigazione del cambiamento climatico o la protezione delle risorse idriche.

Questo standard prevede anche un margine del 15% per tutte quelle attività che, al momento, non rispettano pienamente i criteri della tassonomia, offrendo una certa flessibilità per agevolare la fase di transizione. Inoltre, i progetti finanziati devono rispettare i principi del "Do No Significant Harm" (DNSH), per evitare di arrecare danni significativi ad altri obiettivi ambientali, e soddisfare i requisiti di "Minimum Social Safeguards" che includono il rispetto dei diritti umani e dei diritti dei lavoratori. Dal punto di vista della trasparenza, gli emittenti sono obbligati a pubblicare informazioni dettagliate su come vengono utilizzati i proventi per finanziare progetti sostenibili: il processo di rendicontazione avviene sia prima che dopo l'emissione, includendo resoconti annuali sull'allocazione dei fondi (fino alla completa assegnazione) e almeno un rapporto di impatto. Questo rapporto deve contenere sia dati quantitativi che qualitativi sui progetti finanziati e sarà verificato da revisori accreditati dall'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati). (35)

2.2.2 I SOCIAL BONDS

I Social Bond, o obbligazioni sociali, sono strumenti di debito emessi da enti pubblici o privati per finanziare progetti che hanno un impatto sociale positivo, mirati a migliorare le condizioni di persone svantaggiate e comunità vulnerabili. Gli interventi possono riguardare settori come l'accesso a servizi sanitari e abitativi, l'inclusione finanziaria, la sicurezza alimentare e l'occupazione. Questi strumenti consentono agli investitori di incrementare l'impatto sociale del proprio portafoglio, contribuendo al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile, senza comprometterne i rendimenti finanziari. Il mercato di queste obbligazioni ha registrato negli ultimi anni una crescita esponenziale: un anno chiave è stato il 2017, che ha segnato un boom nelle emissioni, a partire dal "social inclusion bond" da 500 milioni di euro lanciato dalla Council of Europe Development Bank (CEB), i cui fondi sono stati destinati a progetti di edilizia sociale, istruzione e creazione di posti di lavoro. Nello stesso anno, la banca olandese NBW ha emesso due miliardi di euro per finanziare progetti di edilizia sociale nei Paesi Bassi.

Tuttavia, è stata la pandemia del 2020 a spingere in modo significativo la crescita delle emissioni di queste obbligazioni: per rispondere all'emergenza sanitaria, la Commissione Europea ha introdotto SURE, un programma di assistenza finanziaria con un valore di cento miliardi di euro sotto forma di prestiti concessi dall'UE agli Stati membri a condizioni favorevoli, finanziati tramite l'emissione di social bond. L'emissione inaugurale di 17 miliardi di euro nell'ottobre 2020 ha ricevuto richieste per 200 miliardi di euro.

Numerosi studi e analisi condotti da vari gestori evidenziano come il profilo di rendimento dei social bond sia spesso superiore a quello delle obbligazioni tradizionali, risultando anche meno rischiosi rispetto ai prodotti non sostenibili; tra questi, il report "Shifting the emphasis to the Social factor in ESG" della società di Asset Management olandese NN IP, che confronta l'indice iBoxx Euro Social Bond dei social bond con il Bloomberg Euro Aggregate Index delle obbligazioni tradizionali (Figura 9). Questa ricerca rivela che i social bond, a parità di maturità e rating, offrono un rendimento medio dell'1,03%, quasi il doppio rispetto allo 0,66% dei bond tradizionali. (36)

Sebbene il mercato dei social bond sia cresciuto costantemente, inizialmente ha sofferto la mancanza di trasparenza e responsabilità e la difficoltà nel definire e misurare l'impatto sociale. Per risolvere questi problemi, sono state adottate diverse misure come i principi sui social bond (SBP), pubblicati dall'ICMA nel 2017, ma i grandi investitori preferiscono ancora guadagni finanziari e le società sono state relativamente lente nell'utilizzare i social bond come strumenti finanziari.

Questi principi sono un insieme di linee guida che promuovono l'integrità nel mercato dei social bond attraverso la trasparenza, la divulgazione e rendicontazione e vengono aggiornati costantemente per riflettere lo sviluppo e la crescita del mercato globale. Le componenti dei SBP sono:

- **Utilizzo dei proventi:** I proventi sono utilizzati per finanziare progetti sociali descritti nella documentazione legale del titolo.
- **Processo di valutazione e selezione progetti:** L'emittente deve comunicare gli obiettivi sociali, il processo di selezione dei progetti sociali ammissibili, i criteri di ammissibilità e i processi per gestire i rischi ambientali e sociali.
- **Gestione proventi:** I proventi devono essere accreditati all'interno di un conto, spostati nel sotto portafoglio, devono essere tracciati dall'emittente in modo appropriato e, infine, attestati

in un processo interno formale.

- **Rendicontazione:** Gli emittenti devono fornire delle informazioni aggiornate sull'utilizzo dei proventi, includendo l'elenco dei progetti finanziati, una descrizione dei progetti e gli importi stanziati, nonché il loro impatto previsto. (37)

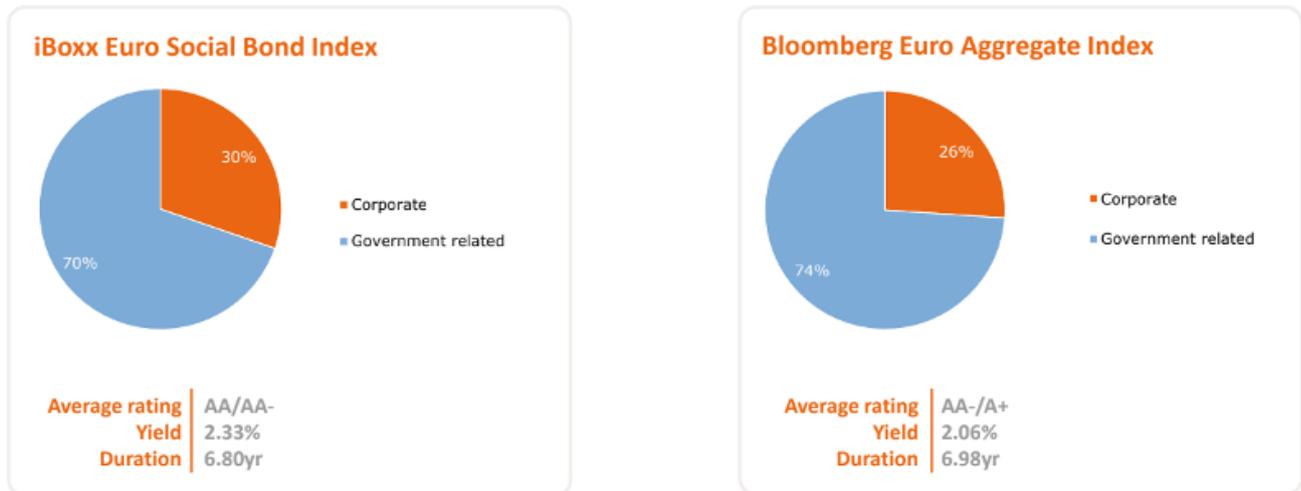


Figura 9 – Confronto tra Indice iBoxx e indice Bloomberg - fonte: <https://esgnews.it/nn-ip/social-bond-cosa-sono/>

2.2.3 I SUSTAINABILITY BONDS

I Sustainability Bond sono obbligazioni i cui proventi, o una somma equivalente, vengono destinati esclusivamente al finanziamento o rifinanziamento di una combinazione di progetti verdi e sociali. Questi bond seguono i quattro componenti fondamentali sia dei Green Bond Principles (GBP) sia dei Social Bond Principles (SBP): i GBP si applicano principalmente ai progetti verdi, mentre i SBP sono rilevanti per i progetti sociali. Tuttavia, è possibile che alcuni progetti sociali apportino anche benefici ambientali e che alcuni progetti verdi offrano vantaggi sociali. La classificazione di un'obbligazione di tipo verde, sociale o sostenibile viene determinata dall'emittente, in base agli obiettivi principali dei progetti finanziati. (38)

Un esempio di strumento che rientra in questa categoria è il Social Impact Bond (SIB), che è basato sul modello "pay for success" (Figura 10), in cui un investitore privato finanzia un progetto sociale gestito da un ente locale con l'obiettivo di raggiungere specifici risultati di impatto. Al termine del progetto, un valutatore esterno misura l'impatto e, se gli obiettivi vengono raggiunti, il governo locale rimborsa l'investitore in base ai termini del bond.

Questi bond vengono utilizzati per affrontare sfide sociali complesse, come l'integrazione lavorativa dei rifugiati, la lotta contro l'isolamento degli anziani, la riqualificazione dei giovani senza tetto e la prevenzione di malattie come il diabete.

Il mercato di queste obbligazioni è sviluppato nei Paesi anglosassoni, dove si è riconosciuto per primi il potenziale di questi investimenti, attualmente, circa l'80% dei SIB proviene da Stati Uniti, Canada

ed Europa, con una particolare attenzione ai Paesi emergenti e all'Africa subsahariana: nel 2018, gli Stati Uniti hanno allocato 100 milioni di dollari per finanziare progetti "Pay For Success" in dieci anni. Tra il 1997 e il 2017, il numero di investitori è cresciuto da meno di 50 a oltre 200, secondo il Global Impact Investing Network (GIIN). Tuttavia, nonostante i potenziali benefici sociali, i costi di transazione elevati e le difficoltà nell'allineare gli incentivi rendono difficile una rapida espansione di questi strumenti. (39)

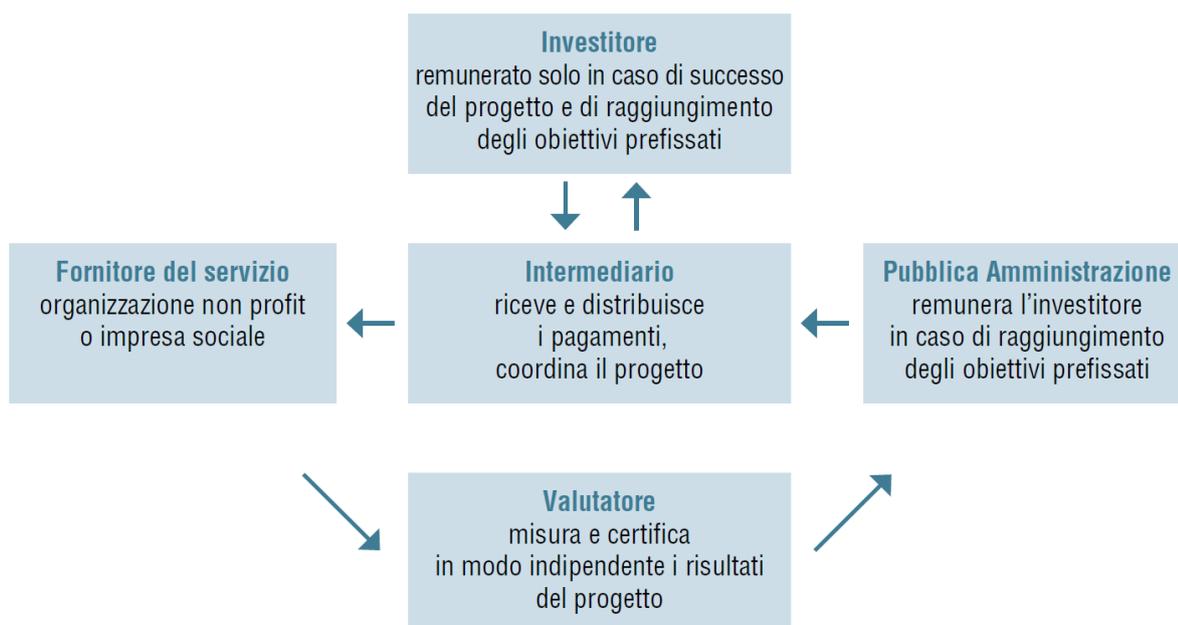


Figura 10 – La struttura dei social impact bond - fonte: <https://investiresponsabilmente.it/glossario/social-impact-bond-pay-by-results/>

2.2.4 I SUSTAINABILITY-LINKED BONDS

Le obbligazioni legate alla sostenibilità (Sustainability-Linked Bonds) sono degli strumenti finanziari in cui le condizioni economiche, come il tasso di interesse o altre caratteristiche, possono variare in funzione del raggiungimento di specifici obiettivi di sostenibilità o di performance ESG. In questo contesto, l'emittente si impegna in maniera esplicita, attraverso la documentazione obbligazionaria, migliorare i risultati di sostenibilità entro un periodo di tempo definito.

A differenza di altre tipologie di obbligazioni sostenibili, come le obbligazioni verdi e quelle sociali, gli SLB non richiedono che i proventi raccolti siano destinati a progetti specifici; l'uso dei proventi non è rilevante per la classificazione dello strumento. Gli SLB sono quindi legati agli obiettivi di sostenibilità complessivi dell'azienda e non vincolati a singole iniziative.

L'origine di queste obbligazioni viene fatta risalire all'emissione del primo General Purpose SDG Linked Bond da parte di Enel nel settembre 2019: questo corporate bond dal valore di 2,5 miliardi di euro, suddiviso in più tranche, era finalizzato al finanziamento della crescita della capacità produttiva da fonti rinnovabili, in linea con gli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG) dell'Agenda ONU 2030. Una delle caratteristiche peculiari di questa emissione era l'aumento del tasso cedolare di 25 punti base nel caso in cui l'obiettivo di riduzione delle emissioni di Anidride Carbonica del 70% (rispetto

al livello del 2017) non fosse stato raggiunto entro il 2030.

Anche per questa tipologia di obbligazioni l'ICMA ha sviluppato una serie di linee guida, denominate Sustainability-Linked Bond Principles (SLBP), che stabiliscono le migliori pratiche per l'emissione di obbligazioni legate alla sostenibilità: queste linee guida, pur non vincolanti, aiutano gli emittenti a strutturare emissioni credibili e ambiziose, fornendo agli investitori delle informazioni essenziali per valutare le caratteristiche finanziarie e la strategia di sostenibilità delle obbligazioni. Le SLBP sono inoltre un riferimento per gli intermediari finanziari, come banche e sottoscrittori, al fine di favorire transazioni trasparenti e strutturate in linea con le aspettative del mercato. (40)

Queste linee guida si basano su cinque componenti principali:

- **Selezione dei Key Performance Indicators (KPIs):** Per emettere un SLB è necessario identificare gli indicatori chiave di performance, che siano rilevanti per l'attività dell'emittente e coerenti con la sua strategia di sostenibilità. I KPI devono essere misurabili e significativi per poter valutare correttamente il progresso in ambito ambientale o sociale: ad esempio, per un'azienda energetica, i KPI potrebbero includere la riduzione delle emissioni di gas serra (GHG) in tonnellate di anidride carbonica equivalente o l'aumento della plastica riciclata.
- **Calibrazione dei Sustainability Performance Targets (SPTs):** Dopo aver identificato i KPI, è necessario definire obiettivi di performance (SPTs) che siano ambiziosi, ma realistici. Questi obiettivi devono essere coerenti con la strategia di sostenibilità dell'azienda e fissati su una base temporale chiara: un'azienda potrebbe stabilire una riduzione delle emissioni di GHG del 15% entro il 2025 e del 35% entro il 2030 rispetto ai livelli del 2020, o un aumento della quantità di plastica riciclata del 70% entro il 2025 e del 150% entro il 2030 rispetto al 2018. Gli SPTs devono essere confrontabili con standard di mercato, benchmark esterni o riferimenti internazionali, come l'Accordo di Parigi o gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile.
- **Caratteristiche del bond:** La caratteristica distintiva di questi bond è la possibilità che le condizioni finanziarie e/o strutturali dell'obbligazione cambino in base al raggiungimento o meno degli obiettivi prefissati. Un esempio comune può essere relativo alla variazione della cedola, che può aumentare nel caso in cui gli obiettivi di sostenibilità non vengano raggiunti.
- **Rendicontazione:** Dopo l'emissione del bond, l'emittente deve garantire la pubblicazione regolare di informazioni dettagliate sul progresso dei KPIs e degli SPTs. Queste informazioni devono essere aggiornate almeno una volta l'anno, per fare in modo che gli investitori possano monitorare il raggiungimento degli obiettivi e valutare la credibilità dell'emittente.
- **Verifica:** Durante la durata del bond, è obbligatorio sottoporre a delle verifiche periodiche i progressi fatti verso il raggiungimento degli obiettivi. Le verifiche devono essere condotte da revisori esterni qualificati, come agenzie di rating o consulenti specializzati, con i risultati che devono essere resi pubblici per garantire la trasparenza. (41)

2.2.5 STRUMENTI DI PRESTITO “GREEN”

Negli ultimi anni, anche nel settore bancario si sono diffusi strumenti di finanziamento dedicati ai progetti sostenibili delle imprese, che hanno ottenuto un crescente riconoscimento a livello globale; questi strumenti, i Green Loans e i Sustainability-Linked Loans permettono alle imprese di finanziare e promuovere iniziative di sostenibilità, contribuendo alla transizione verso un'economia più attenta all'ambiente e alle esigenze sociali.

I Green Loans, o prestiti verdi, finanziano specificamente progetti mirati alla sostenibilità ambientale: esempi possono essere relativi a progetti che mirano alla costruzione di impianti per la produzione di energia rinnovabile, l'elettrificazione della flotta aziendale o l'implementazione di processi produttivi in linea con i principi dell'economia circolare. Per garantire trasparenza, i proventi di questi prestiti devono essere tracciati, con fondi accreditati su conti dedicati o comunque monitorabili. Le imprese beneficiarie sono tenute a fornire una reportistica annuale che dimostri il corretto utilizzo dei fondi. Inoltre, le banche valutano i progetti in base a criteri ambientali internazionali, come gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite o la tassonomia europea delle attività ecosostenibili.

I Sustainability-Linked Loans sono dei prestiti che incentivano le imprese a migliorare le proprie performance ambientali, sociali e di governance. In questi prestiti, le condizioni finanziarie, come il tasso d'interesse, sono legate al raggiungimento di specifici obiettivi ESG; ad esempio, gli obiettivi possono riguardare la riduzione delle emissioni di gas serra, il miglioramento delle condizioni di lavoro o l'aumento della rappresentanza femminile nei Consigli di amministrazione. (42)

Se l'azienda raggiunge tali obiettivi, può beneficiare di tassi di interesse più bassi, mentre il mancato raggiungimento può comportare un aumento dei costi del prestito. Le imprese devono impegnarsi a fornire una rendicontazione periodica per monitorare i progressi verso gli obiettivi concordati.

Come evidenziato nei grafici rappresentati nella Figura 11, la maggior parte dei prestiti verdi viene impiegata nei settori strettamente collegati ai progetti ambientali, come il settore energetico o quello dei servizi pubblici, dove la definizione di "verde" è ampiamente accettata. Al contrario, i prestiti legati alla sostenibilità sono utilizzati in una gamma più ampia di settori; questi prestiti non sono necessariamente destinati al finanziamento di progetti ambientali, ma offrono alle imprese anche la possibilità di migliorare le proprie performance di sostenibilità, collegando tali miglioramenti ai termini del prestito. Proprio per questa flessibilità i prestiti sostenibili sono diventati attraenti per tanti settori che non dispongono di progetti verdi, come il settore industriale (trasporti e logistica), il settore alimentare e delle bevande, e quello finanziario. (43)

Per supportare la transizione verso un'economia più sostenibile è stato creato il Green Loan Market, un mercato globale progettato per promuovere le attività economiche che rispettano i criteri ESG. Questo mercato si basa su delle linee guida volontarie che le imprese possono seguire per accedere ai finanziamenti e che riguardano l'utilizzo dei proventi, la valutazione e il processo di approvazione dei progetti, oltre alla rendicontazione obbligatoria. Tali principi si applicano anche alle linee di credito revolving, richiedendo che l'uso dei fondi sia ben documentato e tracciato, con le parti coinvolte che devono assicurarsi che i finanziamenti siano utilizzati in conformità con le linee guida ESG. (44)

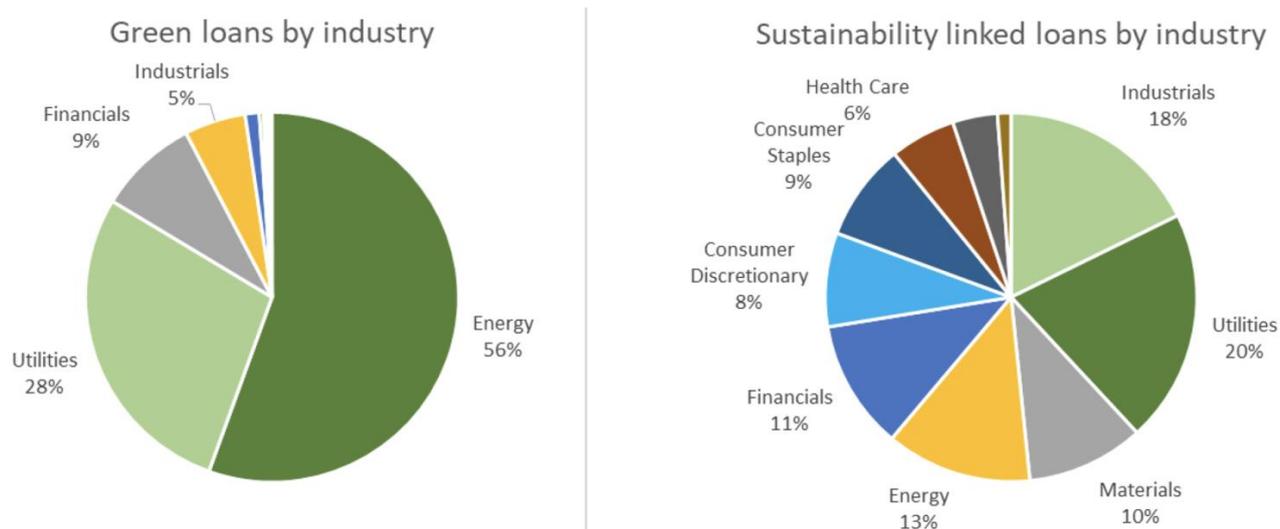


Figura 11 – I principali settori industriali in cui vengono utilizzati i prestiti verdi - fonte: <https://cepr.org/voxeu/columns/green-versus-sustainable-loans-impact-firms-esg-performance>

2.3 IL MERCATO DEI GSS BOND

Nel 2023, il mercato dei GSS Bond ha rappresentato circa il 20% del debito totale emesso in Europa; complessivamente, sono stati emessi 862 miliardi di euro in obbligazioni di questo tipo, avvicinandosi al massimo storico di 4.000 miliardi di euro di emissioni totali. Tuttavia, il volume delle emissioni è stato inferiore del 20% rispetto al record del 2021, e del 9% rispetto al 2022. Questo calo è stato moderato, soprattutto in un contesto economico molto difficile, caratterizzato da alti tassi d'interesse che non hanno favorito i mercati del reddito fisso.

Il calo delle emissioni nel 2023 rispetto ai due anni precedenti è stato influenzato principalmente dalla riduzione delle emissioni del settore immobiliare, che tradizionalmente rappresentava il principale emittente di obbligazioni con etichetta ESG, e dal declino delle obbligazioni legate alla sostenibilità. Dal lato degli investitori, la diminuzione della domanda di obbligazioni ESG nel 2023 è stata in parte dovuta ai crescenti timori di greenwashing e alla riduzione dei vantaggi in termini di rendimento. In particolare, le preoccupazioni legate al greenwashing hanno influito negativamente sul mercato delle obbligazioni legate alla sostenibilità, portando alla scomparsa di un significativo “greenium”, ovvero il sacrificio in termini di rendimento che gli investitori erano disposti a fare per investire in bond più sostenibili rispetto a quelli tradizionali.

Secondo uno studio della società britannica MainStreet Partners, specializzata in consulenza ESG, i green bond hanno continuato a essere la categoria più scelta dagli emittenti, rappresentando il 56% delle emissioni totali di obbligazioni GSS. A seguire, i sustainability bond hanno costituito il 19% e i social bond il 16%. Al contrario, le obbligazioni legate alla sostenibilità hanno subito una riduzione rispetto agli anni precedenti, scendendo al 9% delle emissioni totali nel 2023, rispetto al 14% nel

2022.

Questo declino è stato causato dall'aumento dei tassi d'interesse, che ha particolarmente coinvolto gli emittenti non finanziari, i principali protagonisti di questo mercato; inoltre, il rischio crescente di greenwashing, dovuto alla selezione arbitraria degli obiettivi ESG e alle politiche di alcuni paesi che incentivano i green bond aziendali, ha frenato ulteriormente questa categoria. (45)

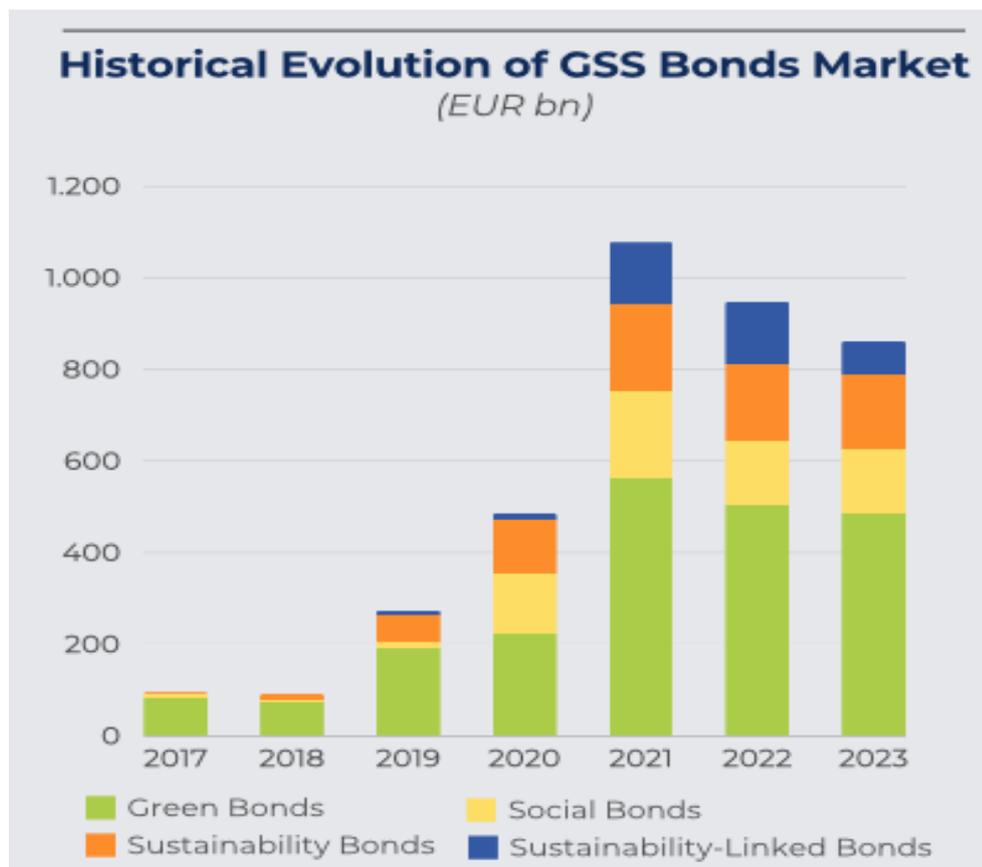


Figura 12 – Lo Sviluppo del mercato obbligazionario ESG - fonte : <https://esgnews.it/investimenti/green-bond-e-sustainability-bond/bond-gss-nel-2023-raggiungono-quasi-i-4-000-mld-di-euro-il-20-del-mercato-ue/>

Nel 2023 sono state emesse 517 nuove obbligazioni GSS, in calo rispetto alle 594 del 2022 e alle 927 del 2021, anno record per questo settore. Nonostante questo, si è registrato un numero record di 3.184 obbligazioni individuali emesse, suggerendo che, sebbene il volume delle emissioni sia diminuito, la partecipazione degli emittenti al mercato è rimasta costante. Ciò potrebbe indicare una crescente integrazione delle obbligazioni ESG nelle strategie di finanziamento degli emittenti, segnalando una tendenza verso un debito sempre più orientato alla sostenibilità; ad esempio, Enel punta a ottenere il 65% dei suoi finanziamenti da fonti sostenibili entro il 2024, con l'obiettivo di superare il 70% entro il 2030, mentre Bpifrance, la banca di investimento del settore pubblico francese, prevede che oltre la metà dei suoi finanziamenti proverrà da Green o Social bond a partire dal 2024. Il finanziamento delle PMI è la categoria sociale più valorizzata dagli emittenti, poiché per ogni euro previsto al momento dell'emissione, questa categoria riceve effettivamente €2,2 "ex-post".

Alcuni emittenti utilizzano queste obbligazioni per rivoluzionare i modelli di business e segnalare un cambiamento. Tuttavia, gli emittenti di tipo Utility e quelli che investono nel finanziamento di PMI tendono a destinare i proventi a attività che rappresentano una naturale estensione del loro business normale: il 95% dei GSS Bond emessi dalle Utility impiegano oltre il 60% dei loro proventi per una sola categoria di Use of Proceed. Gli emittenti finanziano progetti che rappresentano un'estensione naturale del loro business quotidiano, trascurando tutte le categorie come Adaptation, food security, inclusione e gender equality. (46)

Geograficamente, l'Europa ha dominato il mercato delle obbligazioni GSS nel 2023, rappresentando il 66% delle emissioni totali, seguita dall'America con il 16% e dall'Asia con il 14%. Questo primato europeo è attribuibile ai progressi normativi nel campo della finanza sostenibile, alla forte domanda degli investitori e a un rigoroso controllo sui prodotti finanziari ESG. La Francia ha guidato il mercato europeo con quasi 600 miliardi di euro di emissioni, seguita dalla Germania con 400 miliardi e dai Paesi Bassi con 307 miliardi. Gli Stati Uniti si sono classificati al quarto posto con circa 300 miliardi di euro, seguiti da Cina, Corea del Sud e Giappone, mentre l'Italia si è posizionata al nono posto.

Negli Stati Uniti, la maggior parte dei proventi delle obbligazioni verdi è stata destinata a progetti legati alle energie rinnovabili, mentre in Europa sono stati finanziati progetti ambientali legati allo sviluppo, costruzione e ristrutturazione di edifici "green", in linea con gli obiettivi del programma "Fit for 55", che prevede che tutti i nuovi edifici siano a emissioni zero entro il 2030, e quelli esistenti entro il 2050. (45)

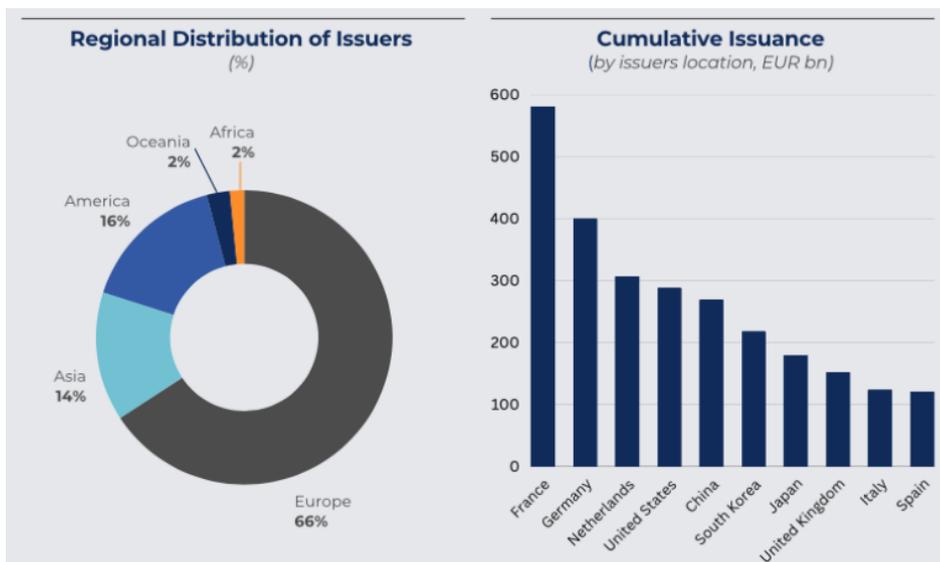


Figura 13 – Distribuzione regionale degli emittenti dei GSS bond - fonte: <https://esgnews.it/investimenti/green-bond-e-sustainability-bond/bond-gss-nel-2023-raggiungono-quasi-i-4-000-mld-di-euro-il-20-del-mercato-ue/>

Per quanto riguarda i settori più coinvolti, le obbligazioni ESG emesse in Europa nel 2023 sono state dominate dalle utilities, che hanno rappresentato circa il 40% delle emissioni, in calo rispetto al 66% del 2018. Altri settori ad alta intensità di capitale, come automobilistico e beni di investimento, hanno visto una crescita significativa nelle emissioni, mentre il settore immobiliare ha perso terreno, fermo al 7% delle emissioni (circa 8,6 miliardi di euro).

In Germania, il calo del settore immobiliare è stato particolarmente evidente, con nessuna nuova obbligazione emessa nel 2023. Al contrario, il settore automobilistico ha registrato la crescita più

significativa, diventando il secondo settore per emissioni con una quota del 12%. Le aziende tedesche hanno guidato il mercato con oltre 20 miliardi di euro in emissioni, seguite dalle aziende francesi, che detengono il maggior volume di obbligazioni ESG emesse dal 2015, con quasi 80 miliardi di euro. L'Italia si è distinta per avere la più alta quota di emissioni ESG rispetto al totale delle emissioni societarie, grazie alla rilevante presenza di emittenti nei settori delle utilities e immobiliare. (47)

ESG-linked European corporate bonds split by sector in 2023

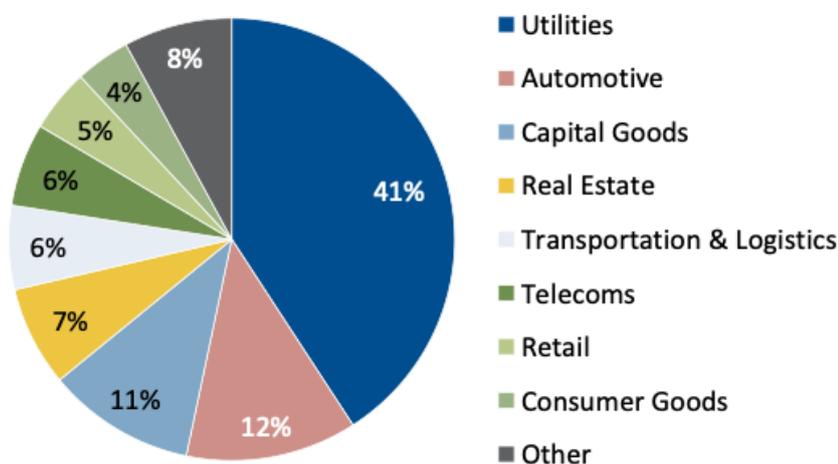


Figura 14- I principali settori coinvolti nel mercato europeo degli ESG bond fonte: <https://esgnews.it/investimenti/green-bond-e-sustainability-bond/bond-gss-nel-2023-raggiungono-quasi-i-4-000-mld-di-euro-il-20-del-mercato-ue/>

Il mercato delle obbligazioni sovrane ha rappresentato uno dei principali segmenti del reddito fisso globale, coprendo quasi la metà del totale del debito emesso a livello mondiale. Nel 2023, si è infatti registrato un nuovo record nelle emissioni di Green Bond sovrani, superando i 160 miliardi di dollari, equivalenti al 31% delle obbligazioni verdi emesse durante l'anno. Oltre alle dimensioni del mercato, le obbligazioni sovrane hanno giocato un ruolo cruciale nel finanziare servizi pubblici e investimenti essenziali come istruzione, sanità, servizi sociali e infrastrutture.

Come il mercato GSS nel suo complesso, anche il segmento sovrano è dominato dai Green Bond, che rappresentano circa il 73% delle emissioni GSS sovrane, rispetto al 61% delle società e al 40% degli emittenti sovranazionali. Nonostante questo predominio, nel corso degli ultimi anni diversi governi, in particolare quelli dei mercati emergenti, hanno mostrato un crescente interesse per i Sustainability Bond. Tra i principali emittenti di GSS Bond sovrani, l'Italia si colloca al quarto posto, dopo Francia, Germania e Regno Unito, che emettono esclusivamente Green Bond. Altri paesi come Cile, Perù, Indonesia e Messico, hanno emesso anche obbligazioni sociali, sostenibili e obbligazioni legate alla sostenibilità.

Diversamente dalle imprese, i governi utilizzano spesso i proventi delle obbligazioni sovrane per finanziare indirettamente l'economia, ad esempio attraverso dei sussidi. La portata dei programmi di obbligazioni sovrane consente loro di incanalare i fondi in maniera più ampia nell'economia reale rispetto alle imprese; ad esempio, il Green OLO belga del 2018 ha destinato una parte significativa dei fondi ai sussidi per le ferrovie, mentre i proventi del Green Bond francese sono stati utilizzati principalmente per spese fiscali legate alle energie rinnovabili e alla biodiversità.

Infine, le obbligazioni sovrane GSS tendono ad avere scadenze più lunghe rispetto ad altri emittenti: quasi un terzo delle emissioni ha scadenze superiori a 15 anni, rispetto al 10% delle obbligazioni societarie. Questo riflette la natura dei progetti finanziati dai governi, spesso legati a infrastrutture su larga scala con orizzonti temporali a lungo termine. (48)

2.4 IL RISCHIO DI GREENWASHING

Nelle scelte di investimento, considerare i fattori ESG significa destinare capitali e risparmi verso le imprese e progetti che rispettano i criteri legati alla tutela dell'ambiente, al benessere e all'inclusione dei lavoratori, e alla promozione della diversità. Tuttavia, investire in azioni o obbligazioni di imprese sostenibili, o in titoli che finanziano progetti ambientali o sociali, come le obbligazioni verdi, può esporre gli investitori a rischi di greenwashing.

Questo fenomeno rappresenta una pratica ingannevole adottata da alcune organizzazioni che cercano di apparire più responsabili da un punto di vista ambientale, pur continuando a seguire pratiche non trasparenti e spesso in contrasto con i principi di sostenibilità. Questo termine è stato coniato nel 1986 dall'ambientalista statunitense Jay Westerveld, in riferimento al comportamento di alcune catene alberghiere che incoraggiavano i propri ospiti a riutilizzare gli asciugamani per ridurre l'impatto ambientale; un'iniziativa che, in realtà, mirava principalmente a ridurre i costi operativi. (49)

Il greenwashing è una pratica che può causare dei danni seri alle imprese, compromettendo la loro reputazione e la fiducia dei consumatori: quando i clienti e/o investitori scoprono che le dichiarazioni ambientali di un'azienda sono false o esagerate, diventa difficile per l'azienda recuperare la propria immagine. La diffusione di questo fenomeno può causare anche uno scetticismo generale, riducendo la fiducia nelle affermazioni di sostenibilità, danneggiando l'immagine complessiva del mercato, e riducendo la credibilità di aziende, investitori e consumatori.

Gli investitori sostenibili subiscono notevoli danni quando vengono ingannati da comunicazioni false; investendo in attività che non sono realmente sostenibili, i loro fondi perdono l'impatto positivo che avrebbero potuto generare. (50)

Le aziende che ricorrono al greenwashing penalizzano la concorrenza leale, danneggiando le imprese che adottano pratiche sostenibili reali e investono concretamente nel miglioramento dei loro processi. Questo crea un mercato distorto, dove chi utilizza pratiche scorrette viene favorito rispetto a chi agisce correttamente. Inoltre, se le imprese ottengono vantaggi dal promuovere falsi progressi ambientali, rischiano di non impegnarsi in cambiamenti reali nei loro modelli produttivi, rallentando il progresso

verso una vera sostenibilità.

Infine, l'uso di questa pratica ingannevole può attirare l'attenzione delle autorità di controllo, portando a sanzioni, indagini o azioni legali; questi procedimenti possono generare non solo alti costi finanziari ma anche una cattiva esposizione mediatica. (51)

Al giorno d'oggi ci sono molteplici esempi di casi relativi al greenwashing: la figura 15 rappresenta i dati relativi all'analisi effettuata da InfluenceMap nel 2022, che effettua un confronto tra campagne pubblicitarie e l'impegno effettivo negli investimenti sostenibili realizzati dalle principali compagnie petrolifere come Bp, Shell, ExxonMobil e TotalEnergies. Queste compagnie spendono centinaia di milioni di dollari ogni anno in una strategia sistematica per presentarsi come attivamente impegnate nella lotta contro il cambiamento climatico. (52)

Tuttavia, questa immagine non è coerente con i loro piani di investimento di capitale e con le attività politiche effettive delle aziende e delle loro associazioni di settore riguardo al cambiamento climatico. Nel 2021, su 3.421 articoli di comunicazione pubblica delle cinque aziende, il 60% conteneva almeno un'affermazione a favore dell'ambiente, mentre solo il 23% promuoveva esplicitamente il petrolio e il gas.

Le dichiarazioni che enfatizzavano il sostegno delle aziende o il loro coinvolgimento negli sforzi per la transizione energetica sono state di gran lunga le più comuni tra quelle legate all'ambiente. Nessuna delle aziende esaminate ha pubblicato le strategie dietro il loro messaggio sul cambiamento climatico, né le risorse destinate a queste attività.

Inoltre, InfluenceMap ha rilevato che nessuna delle aziende ha allineato le proprie attività di lobbying in ambito climatico agli obiettivi dell'Accordo di Parigi. Queste organizzazioni mantengono una vasta rete di associazioni industriali a livello globale, molte delle quali sono contrarie a politiche climatiche in linea con l'Accordo di Parigi. (53)

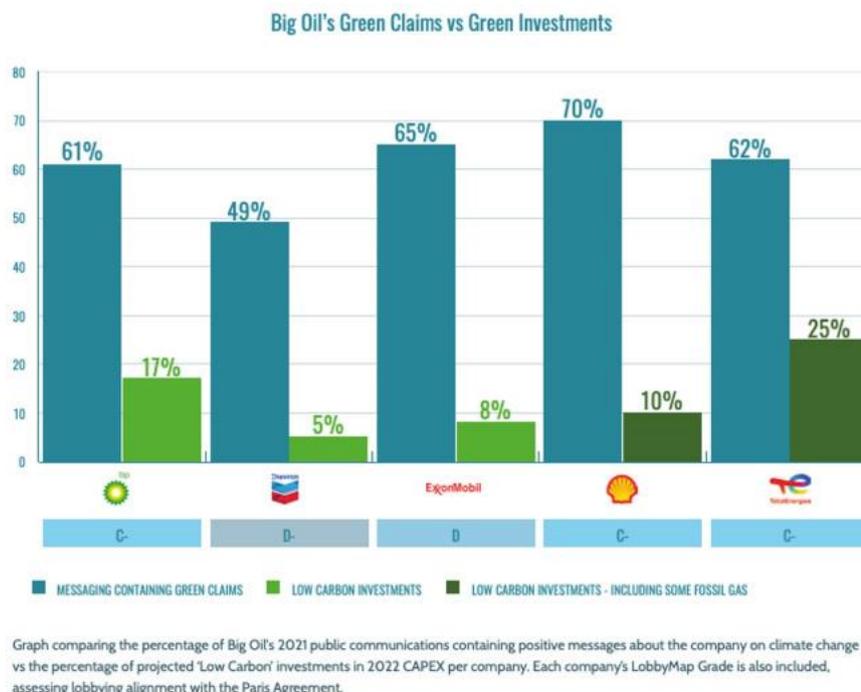


Figura 15 – percentuale di pubblicità contenenti messaggi green e investimenti effettivi realizzati dalle compagnie petrolifere - fonte: <https://aulascienze.scuola.zanichelli.it/multimedia-scienze/come-te-lo-spiego-scienze/greenwashing-come-riconoscere-l-ambientalismo-di-facciata>

Secondo un altro studio intitolato “Net zero greenwash: the gap between corporate commitments and their policy engagement”, condotto sempre da InfluenceMap, che ha effettuato un’analisi su circa 300 aziende analizzate presenti nella classifica Forbes 2000, è emerso che circa il 58% di queste aziende rischia di essere coinvolta in pratiche di greenwashing; questo studio ha esaminato le dichiarazioni e gli impegni delle aziende, evidenziando il fatto che molte di queste non supportano le azioni politiche climatiche promosse dai governi.

La ricerca si basa sul rapporto ONU “Integrity matters: net zero commitments by businesses, financial institutions, cities and regions”, che stabilisce alcune regole fondamentali per le aziende che mirano a raggiungere la neutralità climatica, come evitare gli investimenti in combustibili fossili, ridurre le emissioni, astenersi dal fare lobby contro le politiche climatiche governative e intraprendere azioni volontarie per il raggiungimento dell’obiettivo net zero.

Lo studio di InfluenceMap ha inoltre analizzato i canali di comunicazione delle aziende per valutare la coerenza tra la comunicazione e gli impegni climatici effettivi, scoprendo che spesso esiste una discrepanza tra il linguaggio utilizzato e l’impegno reale verso la neutralità climatica.

Lo studio ha classificato le aziende in quattro categorie principali:

- Aziende allineate agli Accordi di Parigi (fascia da A+ a B).
- Aziende con un’impegno politico misto ma più favorevoli (fascia da B- a C+).
- Aziende favorevoli alla politica climatica ma spesso in disaccordo (fascia da C a D+).
- Aziende disallineate (fascia da D a F).

Dalla figura 16 emerge che delle 300 aziende analizzate solo 15 rientrano nella categoria “allineate”, includendo marchi come Enel, Danone, H&M e Apple. Molte aziende dei settori dei combustibili fossili, aviazione e automobilistico rientrano nella categoria “disallineate”, tra cui Delta Air Lines, Repsol, Stellantis, Southern Company e Woodside Energy Group Ltd.

La maggioranza delle aziende si colloca nella fascia tra B- e D+, sostenendo le politiche climatiche ma con riserve. Tra queste si trovano Nike, Pepsico, BMW, Unilever, Procter & Gamble, Microsoft e Walmart.

Lo studio raccomanda che la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (l’UNFCCC) debba aumentare gli sforzi per contrastare il greenwashing. A tal proposito, nel giugno 2023, l’UNFCCC ha introdotto il piano "Recognition and Accountability Framework" per vigilare sui piani di transizione verso la neutralità climatica. (54)



Figura 16 – Analisi della percentuale delle aziende a rischio greenwashing effettuato da InfluenceMap - fonte: <https://www.infobuildenergia.it/greenwashing-58-per cento-aziende-a-rischio/>

2.4.1 LA DIRETTIVA GREENWASHING

L'Europa ha combattuto a lungo contro il fenomeno del greenwashing adottando normative rigorose per regolamentare ciò che può essere dichiarato come “green”, come la Tassonomia UE, approvata nel 2020, che stabilisce dai criteri chiari per determinare quali attività economiche siano realmente sostenibili dal punto di vista ambientale, la Direttiva EU NFDR che richiede alle aziende di riportare le loro attività sostenibili e i risultati effettivi attraverso dichiarazioni non finanziarie e il Regolamento SFRD che impone ai fondi comuni di investimento di chiarire come gli asset si allineano con le regole della Tassonomia UE.

Tuttavia, queste direttive non vengono ritenute sufficienti a risolvere questo problema; un ulteriore aiuto alla lotta al greenwashing viene fornito dalla Direttiva 2024/825, nota anche come Direttiva greenwashing, approvata dal Consiglio dell'UE il 17 gennaio 2024 e in seguito accettata anche dal Parlamento Europeo, che apporta modifiche su due direttive già esistenti, vale a dire la direttiva sulle pratiche commerciali sleali (UCPD) e la direttiva sui diritti dei consumatori (CRD).

Questa iniziativa, che si inserisce nel più ampio piano dell'UE per realizzare un'economia circolare entro il 2050, nell'ambito del Green Deal europeo, si pone l'obiettivo di garantire ai consumatori l'accesso a informazioni aggiuntive sull'impatto ambientale di determinati prodotti e proteggerli dalle pratiche commerciali ingannevoli sulle caratteristiche di sostenibilità di tali prodotti. Entrando più nel dettaglio si cerca di: (55)

- **Contrastare le affermazioni ambientali ingannevoli:** La direttiva vieta dichiarazioni vaghe come "rispettoso dell'ambiente" o "naturale" senza prove concrete. Solo i marchi certificati da enti ufficiali o dalle autorità pubbliche dell'UE saranno considerati validi, garantendo così una

maggior trasparenza.

- **Limitare l'uso di sistemi di compensazione delle emissioni:** Le aziende non potranno più fare dichiarazioni di impatto ambientale neutro o positivo basate su sistemi di compensazione di carbonio non verificati.
- **Promuovere la durabilità dei prodotti:** La direttiva richiede che tutte le informazioni sulla garanzia dei prodotti siano più visibili e introduce un'etichetta per prodotti con garanzie estese oltre i due anni. È vietato fare affermazioni infondate sulla durata dei prodotti, come indicare un numero di cicli di utilizzo non realistico.
- **Contrastare l'obsolescenza programmata:** Questa direttiva chiarisce la responsabilità dei produttori per gli aggiornamenti software non necessari e per dichiarazioni ingannevoli sulla riparabilità dei prodotti. Le aziende non potranno pubblicizzare i prodotti come riparabili se non lo sono realmente, garantendo ai consumatori informazioni veritiere. (51)

2.4.2 IL GREENHUSHING

Oltre al fenomeno del greenwashing, esiste anche una tendenza opposta chiamata "greenhushing", che consiste nel limitare o non divulgare affatto le informazioni riguardanti le pratiche di sostenibilità di un'azienda. Questo fenomeno si caratterizza per:

- **Scarsa attenzione agli criteri ESG:** Le aziende non considerano prioritari i criteri ambientali, sociali e di governance.
- **Riluttanza a fornire dettagli:** C'è una notevole resistenza a comunicare in modo trasparente le politiche di sostenibilità e i risultati raggiunti, anche all'interno dell'azienda.
- **Sottovalutazione dell'importanza degli stakeholder:** Le aziende tendono a minimizzare l'importanza della sostenibilità per investitori, fornitori e clienti. (50)

Questo fenomeno è più diffuso di quanto si possa pensare; uno studio del 2016 su 31 piccole aziende turistiche nel Peak District National Park, tutte certificate con l'Environmental Quality Mark, ha mostrato che comunicavano solo il 30% delle loro azioni di sostenibilità. Un report del 2022 della società di consulenza South Pole ha rilevato che, sebbene il 67% delle grandi organizzazioni avesse obiettivi di emissioni nette zero basati sulla scienza, il 23% di esse non intendeva rendere pubblici questi obiettivi. Il fenomeno del greenhushing può derivare da vari fattori:

- **Paura di Critiche e Reputazione:** Le aziende temono di essere accusate di greenwashing e di subire danni alla reputazione; in passato, parlare di sostenibilità era visto positivamente, ma ora evitare di menzionare le pratiche sostenibili può proteggere le aziende dalle critiche e

dal rischio di apparire ipocrite. Inoltre, la crescente minaccia di cause legali per greenwashing aggiunge ulteriore timore.

- **Riduzione del Senso di Colpa dei Clienti:** Alcuni studi suggeriscono che il greenwashing possa derivare dalla volontà di evitare delle questioni complesse e urgenti sulla sostenibilità. I marchi preferiscono non affrontare questi argomenti che potrebbero far sentire i clienti in colpa o insufficienti nelle loro scelte.
- **Percezione Negativa dei Prodotti Sostenibili:** Spesso i prodotti etichettati come naturali o sostenibili sono considerati di qualità inferiore. Questo scetticismo può portare le aziende a evitare di promuovere i loro prodotti sostenibili per non compromettere la loro immagine.
- **Incertezza Riguardo agli Obiettivi:** Le aziende potrebbero non essere sicure di riuscire a raggiungere i propri obiettivi di sostenibilità e preferiscono attendere di avere risultati concreti prima di fare annunci pubblici; questo aiuta a evitare accuse di greenwashing nel caso in cui le promesse non possano essere mantenute.
- **Pressione sulle Piccole Imprese:** Le piccole aziende affrontano difficoltà aggiuntive nel gestire le richieste di reporting sulla sostenibilità e nel sostenere i costi delle certificazioni; le aziende spesso preferiscono non comunicare nulla piuttosto che rischiare di non soddisfare le aspettative del pubblico.
- **Difficoltà nella Comunicazione:** Le aziende si trovano in difficoltà nel decidere quando e come annunciare i loro sforzi per la sostenibilità.

Per avere un impatto significativo, le aziende dovrebbero comunicare chiaramente il loro impegno verso la sostenibilità. Una promozione attiva delle iniziative sostenibili non solo contribuisce a creare una cultura della sostenibilità tra dipendenti e stakeholder, ma può anche migliorare il posizionamento dell'azienda sul mercato. Questo approccio può offrire un vantaggio competitivo rispetto a chi non adotta o non comunica adeguatamente pratiche sostenibili. (56)

CAPITOLO 3: L'IMPATTO DEI RATING ESG SUGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI

3.1 IL RATING ESG

Sempre più spesso, le decisioni di investimento si basano non solo su parametri finanziari, ma anche su fattori extra-finanziari, come quelli relativi agli ESG; questi fattori sono essenziali per valutare la sostenibilità di un investimento nel medio-lungo periodo. La crescente importanza di queste tematiche per investitori e creditori richiede degli strumenti specifici per misurare le performance aziendali o di strumenti finanziari in termini ESG.

In questo contesto, il Rating ESG diventa cruciale poiché si tratta di un giudizio sintetico che valuta la solidità di un emittente, di un titolo azionario o di un fondo in base agli aspetti ambientali, sociali e di governance.

Questo strumento offre numerosi vantaggi per le imprese, tra cui il rafforzamento della competitività e della leva commerciale, la diminuzione del rischio reputazionale, il monitoraggio dell'efficienza e della produttività, l'ampliamento delle opportunità di investimento e il potenziale miglioramento delle condizioni di finanziamento.

Per queste ragioni, i Rating ESG sembrano avere alcune analogie con i tradizionali rating creditizi, che valutano l'affidabilità di un'impresa o di uno strumento finanziario. Tuttavia, queste tipologie di rating presentano due differenze significative tra loro:

- I rating creditizi si basano su una misura osservabile, come il default dell'impresa entro un certo periodo, i rating ESG considerano una varietà di grandezze osservabili, sia quantitative che qualitative.
- I rating creditizi sono regolati da normative specifiche e da autorità competenti (come l'ESMA in Europa) che autorizzano le agenzie di rating. Al contrario, i rating ESG non sono soggetti, al momento, alla stessa regolamentazione e supervisione. (57)

3.1.1 LE AGENZIE DI RATING

I rating ESG sono realizzati da agenzie specializzate nella valutazione e classificazione delle aziende in base a criteri ambientali, sociali e di governance. Queste agenzie forniscono un quadro dettagliato della performance delle aziende, con tutte le informazioni sulle loro prospettive di sostenibilità e sulla capacità di generare valore nel lungo periodo, orientando quindi gli investimenti verso una transizione ecologica.

Il funzionamento delle agenzie di rating ESG si basa su metodologie specifiche per analizzare i dati forniti dalle aziende e assegnare loro un punteggio, utilizzando gli indici di sostenibilità. Le agenzie raccolgono un'ampia gamma di informazioni riguardanti le politiche aziendali, le pratiche operative e le performance in relazione a fattori ESG fondamentali come l'impatto ambientale, il rispetto dei

diritti umani, la diversità di genere nei ruoli dirigenziali e la trasparenza amministrativa.

Queste informazioni vengono raccolte e analizzate secondo un procedimento ben strutturato: (58)

- **Analisi dei rapporti di sostenibilità:** Le agenzie di rating esaminano i rapporti pubblicati dalle aziende per valutare le prestazioni e politiche relative agli ESG, e che forniscono dati importanti su vari indicatori di sostenibilità.
- **Questionari:** Alcune agenzie inviano questionari alle aziende per raccogliere informazioni specifiche sulle loro strategie, attività, conformità agli standard e attenzione alle pratiche ESG.
- **Dati di terze parti:** In alcuni casi, vengono utilizzati anche dati di terze parti, provenienti da istituzioni governative, da organizzazioni non governative o da altre fonti, per integrare le informazioni fornite dalle aziende.
- **Riunioni con la direzione:** Alcune agenzie organizzano incontri con il top management delle aziende per effettuare analisi dirette e discutere delle loro pratiche ESG.
- **Benchmarking:** Le agenzie valutano le performance delle aziende confrontandole con dati di mercato e con quelle di altre aziende appartenenti allo stesso settore. Questo lavoro permette di identificare punti di forza e di debolezza e a comprendere le dinamiche ESG del settore.
- **Modelli di Scoring:** Le informazioni raccolte vengono infine analizzate utilizzando diverse tipologie di modelli statistici avanzati che permettono di sviluppare un profilo dettagliato del comportamento dell'azienda rispetto ai fattori di sostenibilità.
Dopo questa analisi, l'agenzia assegna un punteggio complessivo che rilette le performance aziendali legate alla sostenibilità, insieme a punteggi specifici per ciascun aspetto ESG. (58)

Per determinare i punteggi finali, le agenzie di rating utilizzano una serie di indicatori standardizzati legati all'impatto ambientale, al comportamento sociale e alla governance.

I criteri ambientali misurano l'impatto di un'azienda sull'ambiente, concentrandosi su emissioni di gas serra, gestione delle risorse naturali e dei rifiuti, efficienza energetica ed energie rinnovabili. Le aziende devono ridurre le emissioni di CO2 attraverso strategie che includano l'efficienza energetica, investimenti in rinnovabili e progetti di compensazione. La gestione dei rifiuti, inclusi il riciclo e il riuso, è cruciale per minimizzare l'impatto ambientale. Una comunicazione trasparente sulle politiche e le performance ambientali è essenziale per migliorare la fiducia degli stakeholder e la sostenibilità a lungo termine.

La governance aziendale, è fondamentale per valutare la sostenibilità e l'etica aziendale e comprende un sistema di regole e pratiche che guidano e controllano l'impresa, inclusi la composizione del CdA, l'indipendenza dei suoi membri, e la separazione dei ruoli di CEO e presidente per evitare conflitti di interesse.

Le pratiche di remunerazione devono essere allineate agli interessi di lungo termine degli azionisti e includere obiettivi ESG, evitando incentivi rischiosi. La trasparenza nel reporting finanziario e non finanziario è essenziale, così come la gestione dei rischi e la conformità normativa. Infine, una cultura

aziendale basata sull'etica e l'integrità promuovono comportamenti responsabili e un chiaro codice di condotta.

L'impatto sociale è un elemento chiave nelle valutazioni ESG, poiché riflette la responsabilità delle aziende verso le comunità e i dipendenti. Le aziende contribuiscono al benessere locale creando posti di lavoro, promuovendo la diversità e supportando progetti sociali come istruzione, sanità e sviluppo economico. È essenziale garantire il rispetto dei diritti umani, offrire delle condizioni di lavoro etiche e promuovere l'inclusione. Relazioni trasparenti con dipendenti e fornitori, gestione sostenibile della supply chain e iniziative di responsabilità sociale d'impresa rafforzano la reputazione e favoriscono la sostenibilità a lungo termine. Infine, un forte impegno sociale migliora la fiducia degli stakeholder e il rendimento finanziario, riducendo rischi legali e aziendali. (59)

Questo strumento di rating potrebbe essere utilizzato per classificare le aziende e confrontare le loro prestazioni; tuttavia, è importante sottolineare che ogni agenzia di rating ha dei criteri specifici per la valutazione, che possono variare notevolmente e che possono creare difficoltà nella comparazione delle aziende.

Le agenzie di rating operano in modo differente tra loro poiché possono dare un peso maggiore alle questioni ambientali rispetto a quelle sociali, o viceversa, altre possono concentrarsi maggiormente sulla governance aziendale: un'azienda può conquistare le prime posizioni di una classifica stilata da un'agenzia di rating e ricevere una valutazione differente in altre classifiche. Pertanto, i risultati di ciascuna agenzia non sono sempre comparabili.

La gestione dei rating rappresenta un'attività che comporta significativi costi per le aziende: oltre alle tariffe dirette pagate alle agenzie di rating per valutazioni e benchmarking, i costi associati includono il tempo dedicato dai dipendenti, le consulenze esterne e l'infrastruttura informatica necessaria. Le società quotate hanno segnalato dei costi annuali compresi tra i 220.000 e 480.000 dollari, con cifre leggermente inferiori per le società non quotate. Fortunatamente, il 75% delle aziende dichiara di spendere meno di un milione di dollari. Per le società di gestione patrimoniale, i costi per acquisire rating dipendono da dimensioni, tipologia di organizzazione e dall'approccio agli investimenti. Le spese segnalate variano tra 175.000 e 360.000 dollari, con la maggioranza degli investitori indicando circa 250.000 dollari. (60)

La figura 17 fornisce una rappresentazione di quelle che sono le agenzie di rating ESG più utilizzate dagli investitori: come evidenziato nel grafico, MSCI è una tra le agenzie di rating ESG più influenti e riconosciute a livello globale, ed è leader nella fornitura di strumenti e servizi di supporto alle decisioni per la comunità di investimenti internazionale.

MSCI utilizza un approccio conosciuto col nome di Materiality Map, che riconosce che alcuni criteri ESG sono più rilevanti per certi settori rispetto ad altri. Per esempio, questioni come l'uso dell'acqua e la gestione dei rifiuti tossici sono cruciali per le aziende minerarie, ma meno rilevanti per quelle tecnologiche. Questa agenzia classifica le società su una scala da "AAA" a "CCC" in base alla loro esposizione ai rischi e alle opportunità ESG pertinenti per il loro settore e alla loro capacità di gestirli rispetto ai concorrenti; inoltre aggiorna il proprio modello di rating annualmente in modo da riflettere i cambiamenti nelle normative e nelle aspettative del mercato. (61)

Sustainalytics, di proprietà di Morningstar, è un'altra importante agenzia di rating che assegna dei punteggi di rischio alle aziende utilizzando una metodologia basata su 20 questioni ESG materiali, supportata da 250 indicatori.

Questa agenzia è una delle principali realtà indipendenti nella ricerca, valutazione e analisi ESG e di corporate governance, supportando gli investitori nella creazione e implementazione di strategie di

investimento responsabili attraverso l'integrazione di informazioni e valutazioni di sostenibilità. Sustainalytics, utilizza un metodo di lavoro che combina intelligenza artificiale e analisi umana per garantire valutazioni precise e affidabili. Un punteggio di rischio ESG elevato in Sustainalytics indica un rischio maggiore, che è l'opposto di un punteggio elevato in altri sistemi di rating. (62)

Altre agenzie di Rating ESG particolarmente conosciute a livello globale sono: Refinitiv, che fa parte del London Stock Exchange Group (LSEG), e misura la performance ESG delle aziende utilizzando oltre 630 misure pubbliche, con una particolare attenzione a 186 indicatori settoriali; Moody's ESG Solutions e S&P Global Trucost sono agenzie che offrono rispettivamente analisi e punteggi ESG, e insight per valutare l'impatto ESG delle imprese; Bloomberg, agenzia che integra i rating ESG nella sua piattaforma di dati finanziari, mentre FTSE Russell fornisce indici e dati di valutazione ESG; Vigeo Eiris offre rating ESG per aziende, prodotti e servizi, e ISS ESG propone soluzioni di rating ESG sia per aziende che per strumenti finanziari.

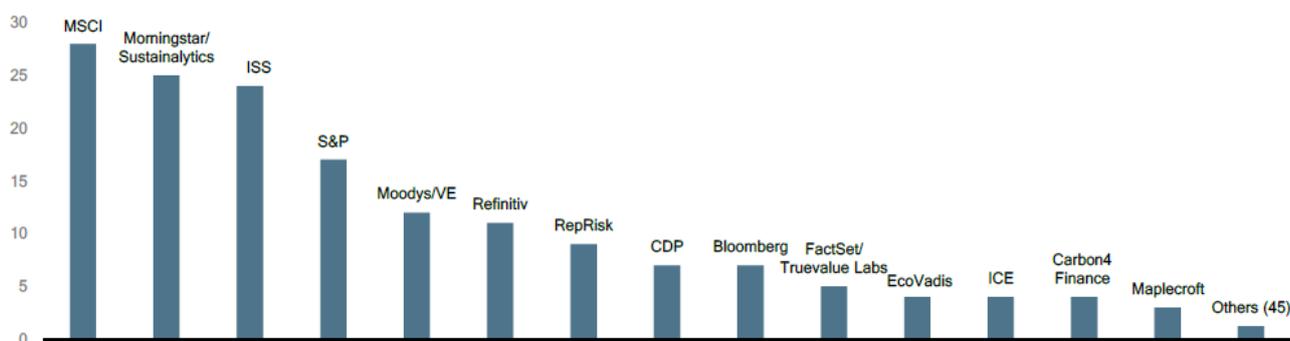


Figura 17– Le principali agenzie di Rating ESG- fonte : <https://www.kairospartners.com/rating-esg-pro-e-contro-degli-indicatori-di-sostenibilita/#:~:text=In%20ordine%2C%20tra%20le%20societ%C3%A0,e%20a%20seguire%20tutti%20gli%20altri.&text=La%20magior%20parte%20delle%20societ%C3%A0,di%20un%20provider%20ESG%20contemporaneamente>

3.1.2 I LIMITI DELLE SOCIETA DI RATING

Nonostante l'aumento della popolarità e l'importanza riconosciuta dei rating ESG, il sistema presenta diverse sfide che possono influenzare il modo in cui questi strumenti vengono interpretati e utilizzati, sia nell'ambito degli investimenti che nella governance aziendale.

La crescente attenzione del mercato finanziario verso le tematiche legate alla sostenibilità ha portato alla moltiplicazione di fornitori di valutazioni e rating in ambito ESG. L'assenza di standardizzazione nelle metodologie e metriche utilizzate ha tuttavia reso difficili i confronti tra i vari risultati, poiché ogni agenzia analizza e combina dati diversi seguendo procedure distinte.

Una ricerca effettuata nel 2022 da Banor SIM, società specializzata in consulenza finanziaria e nella gestione di e capitale, in collaborazione con il politecnico di Milano ha analizzato le discrepanze nei punteggi ESG delle società quotate in Italia, assegnati nel 2020 da sei tra le principali società di rating (MSCI, Refinitiv, S&P Global, Inrate, Arabesque e Truvalue Labs). (63)

Il punteggio attribuito da ciascuna di queste agenzie è stato scomposto secondo tre fattori:

- Differenze nei pesi assegnati ai criteri ambientali, sociali e di governance.
- Differenze nei pesi dei vari indicatori chiave di prestazione all'interno di ciascun criterio.
- Differenze nella valutazione dei singoli KPI.

L'analisi ha considerato punteggi ESG complessivi, suddivisi per i tre fattori e per categorie specifiche come, ad esempio, le emissioni di gas serra, il consumo di acqua e la gestione dei rifiuti per il criterio legato all'Environmental, valutando sia i pesi assegnati che i punteggi attribuiti. Tra le 210 imprese quotate su Borsa Italiana nel 2020, solo 22 risultavano coperte da tutte e sei le agenzie, soprattutto quelle di maggiore capitalizzazione e spesso quotate all'estero.

L'analisi della correlazione dei punteggi per i singoli pilastri ha evidenziato che le asimmetrie erano meno pronunciate nel caso dell' Environmental, mentre la Governance rappresentava la principale fonte di eterogeneità.

Proseguendo nell'analisi, si è osservato che i KPI utilizzati per determinare i punteggi ESG variano tra le varie agenzie di rating, rendendo necessaria una riclassificazione e standardizzazione dei KPI per creare una lista comune. Questo studio ha confermato differenze significative nelle valutazioni, soprattutto a causa dei diversi valori relativi assegnati e delle valutazioni qualitative, che lasciano maggiore spazio alla soggettività degli analisti. Tuttavia, le valutazioni tendono a convergere quando i KPI vengono raggruppati per classi omogenee.

La ricerca ha inoltre evidenziato che, nel 2019, le azioni delle imprese con rating ESG simili hanno performato meglio, mentre nel 2020 le azioni con maggiori discrepanze nei rating hanno registrato performance peggiori, a dimostrazione dell'importanza crescente che gli investitori attribuiscono ai rating ESG. (64)

La figura 18 mostra ulteriori esempi di come le valutazioni effettuate da agenzie di rating diverse su una stessa azienda possano variare notevolmente: si può osservare che le valutazioni di Apple, fornite da agenzie di rating differenti, producono dei risultati che possono apparire decisamente contrastanti e difficili da confrontare. Questa mancanza di uniformità può confondere sia investitori che aziende, rendendo difficile il confronto diretto tra i vari rating ESG; inoltre la qualità e disponibilità dei dati utilizzati dalle agenzie possono variare notevolmente.

Spesso le aziende non sono obbligate a divulgare determinate le informazioni ESG, costringendo le agenzie a basarsi su dei dati incompleti o non verificabili, con il rischio di ottenere una valutazione distorta o incompleta della reale performance di sostenibilità di un'azienda.

Sarebbe auspicabile una convergenza verso metodologie di valutazione più omogenee e, soprattutto, una maggiore trasparenza. In questo contesto, le imprese quotate svolgono un ruolo cruciale, poiché conoscono meglio le loro tecnologie produttive rispetto agli analisti ESG e possono elaborare degli indicatori più precisi ed efficaci grazie all'accesso a un vasto numero di informazioni. (65)



Figura 18 – Casi di società valutate in maniera differente da diverse agenzie di rating ESG – fonte: <https://www.kairospartners.com/rating-esg-pro-e-contro-degli-indicatori-di-sostenibilita/#:~:text=In%20ordine%2C%20tra%20le%20societ%C3%A0,e%20a%20seguire%20tutti%20gli%20altri.&text=La%20magior%20parte%20delle%20societ%C3%A0,di%20un%20provider%20ESG%20contemporaneamente.>

Un ulteriore problema è che i rating ESG offerti da terze parti forniscono un'istantanea del passato e non riflettono il potenziale di miglioramento di un'azienda né la sua vulnerabilità a rischi futuri. Le società di rating fondano le loro valutazioni principalmente sui bilanci di sostenibilità, che si basano su dati del passato.

Di conseguenza, tutte le aziende che sono indietro sul fronte della sostenibilità, ma che si impegnano a migliorare, possono rappresentare opportunità di investimento redditizie, anche se i loro rating ESG risultano inferiori alla media. L'accuratezza e la profondità dei dati ESG restano delle problematiche serie, poiché è difficile condurre un'analisi accurata su dati mancanti o errati.

I provider di rating ESG utilizzano spesso strumenti automatizzati per estrarre dati dai siti web, che non sono sempre del tutto affidabili. Per fronteggiare questa incertezza sui dati e le valutazioni ESG, il Consiglio Europeo ha recentemente approvato l'ESAP, un database europeo unico che fornirà un accesso centralizzato alle informazioni sulla sostenibilità: l'accesso a questa piattaforma avverrà in maniera graduale, con alcuni elementi essenziali che diventeranno operativi tra il 2026 e il 2030. (65) Molte agenzie stanno cercando di migliorare le loro metodologie di lavoro e aumentare la trasparenza nei processi decisionali. Alcune collaborano con organizzazioni terze indipendenti per condurre audit sui dati forniti dalle aziende, mentre altre stanno lavorando alla creazione di standard globalmente riconosciuti per affrontare la mancanza di uniformità nei criteri di valutazione.

Ci sono agenzie che hanno sviluppato nuovi strumenti digitali per offrire agli investitori una maggiore visibilità sui fattori considerati nel processo decisionale; in questo caso l'intelligenza artificiale (IA) sta trasformando il processo di calcolo e di analisi dei rating ESG, fornendo strumenti avanzati che aumentano precisione, efficienza e personalizzazione delle valutazioni.

L'utilizzo dell'intelligenza artificiale permette di affrontare le sfide associate alla valutazione ESG,

come l'elaborazione di enormi quantità di dati, migliorando l'oggettività e la comparabilità dei rating. Il rapporto tra IA e rating ESG può essere delineato in cinque punti chiave:

- **Gestione dei dati:** L'IA può elaborare enormi quantità di dati non strutturati ed eterogenei, come bilanci di sostenibilità, pubblicazioni sui social media e notizie, identificando indicatori rilevanti per i rating ESG. Questo strumento favorisce l'inclusione di un'ampia gamma di informazioni nell'analisi, migliorando la completezza e l'accuratezza dei rating.
- **Oggettività:** La valutazione dei fattori ESG effettuata manualmente può essere influenzata da bias cognitivi. L'IA, attraverso algoritmi e modelli di apprendimento automatico, può ridurre questi bias, fornendo valutazioni più oggettive basate su criteri predefiniti e grandi dataset.
- **Comparabilità:** Uno dei principali ostacoli nei rating ESG è la difficoltà nel confrontare le performance di aziende diverse, soprattutto in settori differenti. L'IA riesce a standardizzare i dati e definire una serie di benchmark settoriali o tematici, rendendo i rating più comparabili e utili per gli investitori.
- **Rilevamento di anomalie e greenwashing:** L'intelligenza artificiale è in grado di rilevare discrepanze nei dati forniti dalle aziende e di individuare pratiche di greenwashing, dove le imprese si presentano come più sostenibili di quanto siano realmente, migliorando così la trasparenza e l'affidabilità dei rating.
- **Monitoraggio in tempo reale:** Il monitoraggio permette aggiornamenti frequenti dei rating ESG e garantisce che riflettano le performance attuali delle aziende, rendendoli più pertinenti per gli investitori.
- **Effettuare previsioni:** Grazie a tecniche di simulazione, l'IA è in grado di prevedere le future tendenze dei rating ESG analizzando pattern storici e attuali. Ciò fornisce agli investitori dei preziosi insight per prendere decisioni di investimento a lungo termine. (59)

3.1.3 RATING ESG PER PAESI

Il rating ESG può essere utilizzato per analizzare le performance ambientali, sociali e di governance di una nazione, fornendo un quadro complessivo della sostenibilità e dei rischi associati; questo rating è particolarmente utilizzato da investitori e istituzioni per prendere decisioni informate in merito agli investimenti in un paese, valutando sia i rischi che le opportunità legate a queste tre aree. I rating ESG vengono utilizzati anche per misurare quanto le politiche nazionali siano in linea con gli obiettivi di sostenibilità globale, come i SDGs delle Nazioni Unite. (66)

A questo proposito, un lavoro significativo è stato condotto da Robeco, una società specializzata in investimenti in sostenibilità e tra le più importanti nella realizzazione dei rating ESG usati per valutare le performance dei vari paesi a livello mondiale.

L'obiettivo di Robeco è quello di offrire un quadro di sostenibilità nazionale trasparenti, attraverso la valutazione di 150 nazioni appartenenti a economie emergenti e sviluppate: questo viene aggiornato

ogni sei mesi, sulla base di indicatori ambientali, sociali e di governance che possono avere un impatto sulla crescita economica e sullo sviluppo.

Il focus su fattori rilevanti di lungo termine, come i diritti umani e del lavoro, il clima e l'energia, la corruzione, le istituzioni e il rischio ambientale permette di valutare nel dettaglio i punti di forza e di debolezza di ciascun paese, che di solito non sono coperti dai rating tradizionali del rischio sovrano. Il punteggio ESG di ciascun paese si basa su 50 indicatori, sintetizzati in 15 criteri: 4 ambientali, con un peso del 30%, 5 sociali, con un peso del 30%, e 6 di governance, con un peso del 40%. Il punteggio va da 1 (il più basso) a 10 (il più alto). (67)

Nella mappa rappresentata nella figura 19 si possono distinguere come gran parte dei paesi nel mondo vengano valutati, con l'assegnazione di un punteggio ESG.

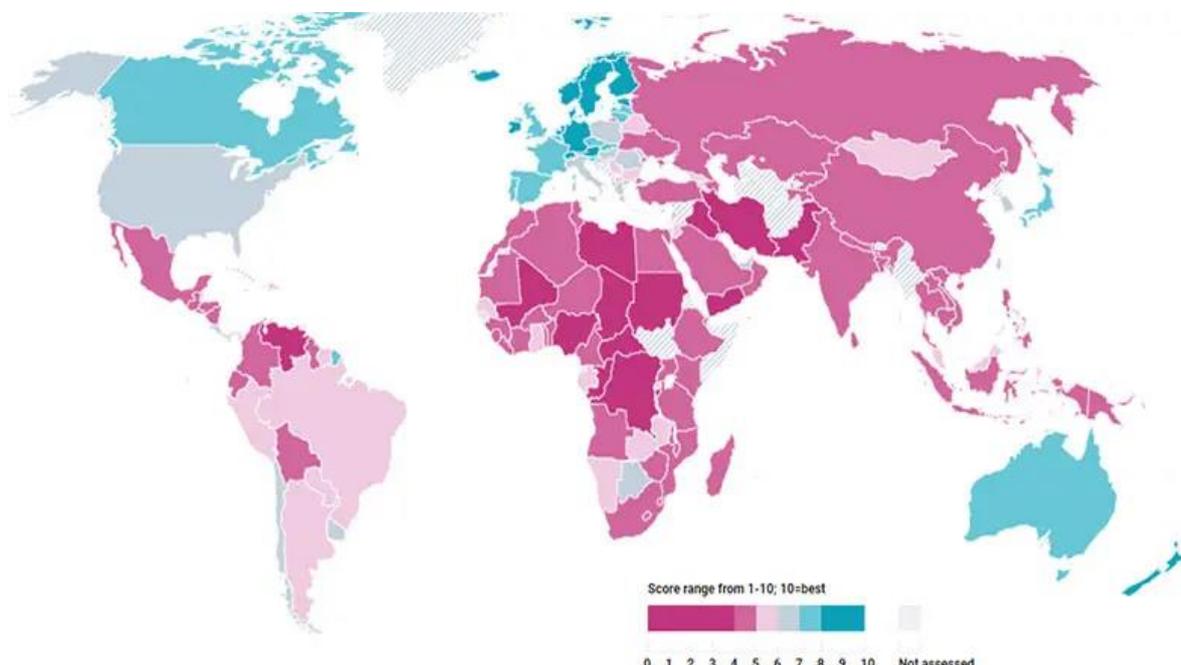


Figura 19 - punteggi ESG per paese nel 2024 – fonte: <https://www.robeco.com/it-it/approfondimenti/2024/06/nordic-nations-sweep-top-spots-in-country-sustainability-ranking>

Nella tabella 3 sono rappresentati gli score relativi ai fattori ESG realizzati da Robeco nel 2023 dove è possibile notare i paesi nordici (Finlandia, Svezia, Danimarca e Norvegia) occupare le prime quattro posizioni del Ranking, seguiti da altri paesi europei come Svizzera e Islanda.

I risultati del 2024 non si discostano più di tanto da quelli ottenuti lo scorso anno: i Paesi del Nord continuano a contendersi il primato con la Finlandia (con un punteggio di 9,04 su un massimo di 10) che mantiene il primo posto, mentre la Norvegia, con 9,03 punti ha superato di poco la Svezia (9,029 punti) in seconda posizione.

A influire sono stati i punteggi dell'indice ambientale relativo alla salute degli oceani, che rispetto al 2023 sono leggermente peggiorati sia per la Svezia che per la Finlandia, abbassando le prestazioni ambientali rispetto alla Norvegia, il cui punteggio è invece rimasto stabile. Sul fronte sociale, questi paesi hanno visto aumentare la disuguaglianza di reddito negli ultimi anni, mentre la parità di genere è progredita.

L'aumento delle energie rinnovabili e la riduzione delle intensità delle emissioni di gas serra sono

stati decisivi per definire le prime dieci posizioni di questa classifica: la Nuova Zelanda è tornata a occupare le prime posizioni dopo una breve uscita alla fine del 2023, mentre l'Islanda, da sempre nella top dieci, è inaspettatamente uscita a causa di un sensibile calo dei criteri climatici ed energetici. L'Italia, con 6,98 punti, si trova al 28° posto, ed è preceduta nel ranking dalla Germania, sesta (8,41), dalla Francia quattordicesima con un punteggio di 7,94 e dalla Spagna al 26° posto con uno score di 7,18.

Il Giappone, al 22° posto, ha registrato un lieve aumento nel punteggio complessivo (+0,02), mentre gli Stati Uniti, posizionati al 41° posto, hanno subito una leggera diminuzione (-0,09).

Tra i paesi che hanno guadagnato degli ottimi punteggi ci sono lo Zambia e la Mongolia con un salto rispettivamente di 15 e 16 posizioni. La performance dello Zambia è migliorata grazie alla maggiore diffusione delle energie rinnovabili, al miglioramento dell'uguaglianza economica e al rafforzamento della stabilità politica. Al contrario, Hong Kong (-0,36), Malesia (-0,22), Messico (-0,23) e Cina (-0,19) sono scesi di diverse posizioni mentre altri paesi come Yemen, Libia e Iraq, continuano a non ottenere un buon punteggio in tutte le valutazioni ESG, e per questo motivo si trovano in fondo alla classifica. (68)

Il profilo ESG del Messico evidenzia un quadro critico rispetto al passato: pur avendo storicamente superato altri paesi a reddito medio-alto, soprattutto nelle dimensioni sociali e di governance, negli ultimi anni la situazione è peggiorata. Il punteggio di governance del Messico è calato notevolmente, passando dal massimo di 5,8 nel 2005 all'attuale 4,8. Questo declino è legato ai crescenti rischi politici come elezioni contestate, proteste, disordini sociali e cambiamenti nella leadership politica. Per poter affrontare queste sfide, il governo deve implementare una serie di strategie globali per riformare la governance, rafforzare lo stato di diritto, promuovere l'inclusione sociale e favorire uno sviluppo più sostenibile. (69)

Infine, il Portogallo ha migliorato negli ultimi anni la gestione della spesa pubblica, ha rafforzato la disciplina fiscale e accresciuto la competitività economica, favorendo la ripresa dalla crisi economica globale ed europea. Nonostante le difficoltà economiche, il Portogallo ha posto le energie rinnovabili al centro della sua strategia di crescita: il paese dispone di abbondanti risorse naturali, tra cui energia eolica, solare, idroelettrica e biomassa.

Il Piano d'Azione Nazionale per l'Energia Rinnovabile (NREAP), realizzato nel 2015, ha fissato obiettivi ambiziosi per l'espansione della capacità rinnovabile entro il 2020, compresi target specifici per elettricità, riscaldamento e trasporti. Recentemente, il Portogallo ha dichiarato il suo impegno a raggiungere l'85% di elettricità da fonti rinnovabili entro il 2030. Per raggiungere questi traguardi, sono state introdotte politiche e incentivi che attirano investimenti nel settore, tra cui tariffe feed-in, agevolazioni fiscali e quadri normativi per facilitare l'integrazione delle energie rinnovabili nella rete nazionale. (70)

TOTAL SCORE		DIMENSIONS			1Y CHANGE ▾	
Country	Score ↓	40% weight Governance	30% weight Environmental	30% weight Social	Score Δ	Rank Δ
1. Finland	9.13	8.63	9.28	8.60	+0.01	0 —
2. Sweden	9.09	8.43	9.39	8.63	+0.00	0 —
3. Denmark	8.95	8.60	8.72	8.62	-0.01	1 ↗
4. Norway	8.92	8.39	8.83	8.71	-0.17	1 ↘
5. Switzerland	8.75	8.64	8.48	8.23	-0.03	0 —
6. Iceland	8.49	8.03	7.83	8.88	-0.22	0 —
7. Netherlands	8.39	8.33	7.79	8.23	+0.01	1 ↗
8. Germany	8.34	8.00	8.08	8.22	-0.10	1 ↘
9. New Zealand	8.22	8.32	7.23	8.30	+0.21	5 ↗
10. Austria	8.20	7.76	8.28	7.92	-0.08	1 ↘
11. Estonia	8.19	7.76	8.39	7.77	+0.02	1 ↘
12. Ireland	7.97	8.05	7.00	8.10	-0.07	1 ↗
13. United Kingdom	7.94	7.59	8.47	7.19	-0.19	1 ↘
14. Luxembourg	7.91	8.21	7.29	7.44	-0.22	3 ↘
15. France	7.80	7.43	7.87	7.57	-0.04	0 —
16. Canada	7.77	8.01	6.97	7.59	+0.10	1 ↗
17. Japan	7.66	7.81	6.77	7.72	-0.07	1 ↘
18. Lithuania	7.62	7.12	7.90	7.41	+0.22	4 ↗
19. Latvia	7.58	6.98	8.10	7.26	+0.22	4 ↗
20. Slovenia	7.56	7.12	7.25	7.85	+0.15	1 ↗

Tabella 3 – Ranking dei primi 20 paesi classificati secondo gli indici ESG – fonte: <https://www.robeco.com/it/sostenibilita/competenze/ranking-della-sostenibilita-per-paese>

3.2 L'IMPATTO DEI RATING ESG SULLE PERFORMANCE DELLE IMPRESE

I rating ESG sono diventati strumenti fondamentali per l'intera comunità finanziaria: gli investitori, dai professionisti ai consumatori, monitorano sempre più attentamente i rating ESG, riconoscendoli come un ulteriore elemento di valutazione che può migliorare l'affidabilità delle proprie decisioni d'investimento.

Questa crescente attenzione è dovuta alla consapevolezza che, per scegliere dove e come investire in

maniera corretta, non basta considerare esclusivamente i rendimenti finanziari, ma diventa essenziale valutare anche il livello di attenzione dell'azienda ai principi di sostenibilità ed etica.

In questo contesto, i rating ESG diventano strumenti indispensabili per identificare aziende che sono performanti dal punto di vista economico-finanziario, e allo stesso tempo responsabili sotto il profilo ambientale, sociale e di governance. (71)

Questo approccio contribuisce alla crescita della reputazione aziendale, favorendo nuove opportunità commerciali e finanziarie e riducendo i fattori di rischio. Diversi studi dimostrano che le aziende con elevati punteggi ESG tendono a ottenere dei rendimenti superiori rispetto alla media del mercato, rappresentando opportunità di investimento potenzialmente vantaggiose. Tuttavia, questo approccio può presentare diverse problematiche:

- Un rating ESG elevato non garantisce automaticamente un investimento sicuro e redditizio. Sebbene le aziende con buoni rating di sostenibilità possano performare meglio in certi settori, ciò non garantisce necessariamente una performance finanziaria superiore.
- l'uso dei rating ESG nelle decisioni d'investimento può portare a una sopravvalutazione di alcuni titoli, creando potenzialmente una bolla nel mercato degli investimenti sostenibili, con valutazioni che non riflettono adeguatamente i fondamentali finanziari di un'azienda.

Un aspetto cruciale in merito all'utilizzo di questi indici riguarda anche l'impatto nella reputazione aziendale: le imprese che comunicano apertamente le loro pratiche ESG e i risultati ottenuti vengono percepite come più affidabili dagli investitori, dai clienti e dalla società nel suo insieme. (61)

Questa trasparenza può tradursi in un vantaggio competitivo, poiché tutte le aziende che dimostrano un'impegno nella sostenibilità sono considerate meno rischiose e più affidabili nel lungo termine.

La rendicontazione degli impatti ambientali e sociali migliora anche l'attrattiva dell'impresa per gli investitori, favorendo l'afflusso di capitali necessari per sostenere la crescita. Evidenziare le ricadute sociali ed economiche delle attività aziendali può rafforzare le relazioni con i partner finanziari, mentre i piani industriali che includono KPI di sostenibilità aiutano a raggiungere più facilmente gli obiettivi economici di medio-lungo termine.

Un ulteriore vantaggio dovuto all'utilizzo dei rating riguarda la riduzione dei rischi legati a questioni legali, finanziarie, ambientali e sociali. Le aziende trasparenti e responsabili tendono ad avere rapporti migliori con gli stakeholder, aumentando fiducia e sostegno anche nei momenti di crisi; inoltre, la trasparenza può stimolare l'innovazione, promuovendo lo sviluppo di prodotti e servizi sostenibili che migliorano la competitività.

Le aziende che adottano pratiche ESG attraggono anche talenti di alta qualità e possono allinearsi più facilmente alle normative in evoluzione. Inoltre, un buon posizionamento negli indici di sostenibilità può facilitare l'accesso a finanziamenti e ridurre il costo dei capitali, migliorando la competitività aziendale. Esiste infatti una correlazione inversa tra rating ESG e il costo del capitale: al crescere del rating ESG, diminuisce il costo del capitale, e di conseguenza si ottiene un notevole miglioramento della competitività aziendale. (62)

Diversi studi, come quelli condotti da MDOTM e MSCI evidenziano una correlazione positiva tra i fattori ESG e la performance finanziaria, dimostrando che aziende con alti punteggi ESG tendono a

essere più redditizie e meno esposte a rischi idiosincratici.

Uno studio effettuato da Deloitte e The Fletcher School ha confermato l'importanza crescente della sostenibilità negli investimenti, con il 79% degli investitori che segue delle politiche di investimento sostenibile, rispetto al 20% di cinque anni fa. Questa indagine, che è stata effettuata nel periodo che va da gennaio a dicembre 2023 e ha coinvolto proprietari di asset, gestori di asset e consulenti finanziari di Europa, Nord America e Asia, mostra come questa tendenza sia particolarmente marcata negli Stati Uniti, dove l'83% degli investitori adotta pratiche ESG, rispetto al 75% in Europa. (71) Le principali motivazioni che guidano l'integrazione di questi criteri di sostenibilità nelle decisioni di investimento sono rappresentate in figura 20: la motivazione principale riguarda il rispetto delle normative con il 39%; a seguire, per il 37% degli intervistati, il miglioramento delle performance finanziarie ha motivato il cambiamento, dimostrando che investire nella sostenibilità non è solo una scelta etica, ma anche conveniente. Al terzo posto si collocano i fattori che derivano direttamente dai primi due. Se da un lato la normativa incoraggia gli investitori a considerare i criteri ESG, dall'altro il miglioramento delle performance finanziarie crea un circolo virtuoso. In questo contesto, gran parte degli stakeholder diventa più sensibile a queste tematiche, favorendo al contempo migliori risultati ambientali e impatti sociali positivi dagli investimenti. (72)



Figura 20 – Le principali motivazioni che guidano l'integrazione dei principi di sostenibilità nelle decisioni d'investimento – fonte: <https://www.digital4.biz/finance/investimenti-esg-rating/>

3.3 CASO DI STUDIO: CERVED RATING AGENCY

Cerved Rating Agency è una delle principali agenzie di rating in Italia, specializzata nella valutazione del rischio di credito delle aziende: fa parte di Cerved Group, uno dei principali attori nel settore dell'informazione economica, finanziaria e creditizia in Italia. Questa agenzia è riconosciuta a livello nazionale ed europeo ed è registrata presso l'ESMA (European Securities and Markets Authority), e questo le consente di emettere rating accreditati nell'UE.

L'agenzia fornisce rating creditizi che aiutano investitori, istituzioni finanziarie e partner commerciali a valutare il rischio di credito delle imprese. Oltre ai rating, Cerved offre analisi dettagliate sul rischio di insolvenza e previsioni sull'andamento finanziario delle aziende tra i suoi servizi figurano anche il monitoraggio delle controparti commerciali, le soluzioni per il recupero crediti e consulenze volte a minimizzare i rischi di insolvenza. (73)

Cerved è molto attiva nella valutazione della sostenibilità delle imprese e delle istituzioni finanziarie, attraverso delle soluzioni innovative basate su criteri ESG, conformi alle best practice internazionali. A supporto delle proprie analisi, questa agenzia svolge attività di ricerca per comprendere gli scenari macroeconomici in evoluzione. Le principali soluzioni ESG offerte includono:

- **Rating ESG:** Favorisce la valutazione delle performance ambientali, sociali e di governance di un soggetto, basata su degli standard di reporting internazionali e che può essere richiesta dall'entità valutata o da un soggetto terzo.
- **ESG Assessment:** Misurazione delle performance ESG di un'impresa, basata sui dati non finanziari raccolti attraverso questionari specifici.
- **Score ESG:** Valutazione automatizzata delle performance ESG di un soggetto, basata sulle informazioni raccolte tramite questionari ESG.
- **ESG Advisory:** Consulenza per la redazione di policy interne e supporto nella definizione di strategie di sostenibilità e gestione dei rischi ESG.
- **External Review:** Una revisione esterna indipendente volta a certificare la natura “green”, sostenibile o sociale di strumenti di debito. (74)

3.3.1 LA METODOLOGIA DI CALCOLO DEL RATING ESG

Cerved Rating Agency ha sviluppato una metodologia proprietaria per l'assegnazione del rating ESG, basata su un approccio expert-based che segue le migliori pratiche internazionali.

Il rating ESG viene calcolato tramite un algoritmo che può essere modificato da un analista, il quale ha la facoltà di apportare correzioni sugli indicatori principali, giustificando la propria decisione. La misurazione degli indicatori ESG è sia di tipo relativo, soprattutto per fattori legati al settore specifico in cui opera l'azienda (come l'impatto ambientale), sia di tipo assoluto, per indicatori che richiedono una valutazione standardizzata, come il welfare aziendale e la governance.

La metodologia segue le best practices internazionali, come i “Ten Principles del Global Compact” delle Nazioni Unite e i criteri ESG stabiliti dall'EFFAS (European Federation of Financial Analyst Societies), utilizzando un approccio quali-quantitativo che si allinea con i principi del GISR (Global Initiative for Sustainability Ratings), basati su trasparenza, imparzialità, completezza e comparabilità.

Questo processo, che viene rappresentato nel dettaglio nella figura 21, parte con la raccolta dei dati che provengono da varie fonti come bilanci integrati, dati e presentazioni aziendali, bilanci civilistici, piani industriali e di sostenibilità. (75)

I dati finanziari raccolti si differenziano per i settori Industrial e Financial, permettendo il confronto tra società in termini di dati fisici, come le emissioni di gas serra (GHG), e parametrizzazioni finanziarie che consentono un'analisi omogenea delle performance non finanziarie.

I dati vengono successivamente archiviati in un sistema informatico proprietario che li suddivide in quattro categorie: Environmental, Social, Governance ed Economic.

Questo processo consente di raccogliere fino a 400 punti informativi per ciascuna società che fornisce rendicontazione non finanziaria, i quali vengono organizzati in macro-indicatori tematici. Le società vengono classificate in gruppi omogenei (cluster) per settore, al fine di valorizzare le specificità del business e l'esposizione ai rischi ESG.

L'analisi dei rischi ESG viene effettuata attraverso il Preliminary Risk Assessment (PRA), che crea una matrice chiamata ESG Risk Heat Map, che incrocia la rilevanza dei rischi ESG specifici di un settore con l'esposizione dell'azienda valutata a tali rischi.

La fase di caricamento e standardizzazione dei dati è essenziale per la successiva analisi: i settori e le sottocategorie di settore (Industry e Sub-Industry) sono organizzati in base a delle metriche specifiche legate ai rischi ESG. L'elaborazione dei dati produce indicatori di performance ESG, che vengono aggregati in indicatori chiave che coprono in modo omogeneo le aree ESG.

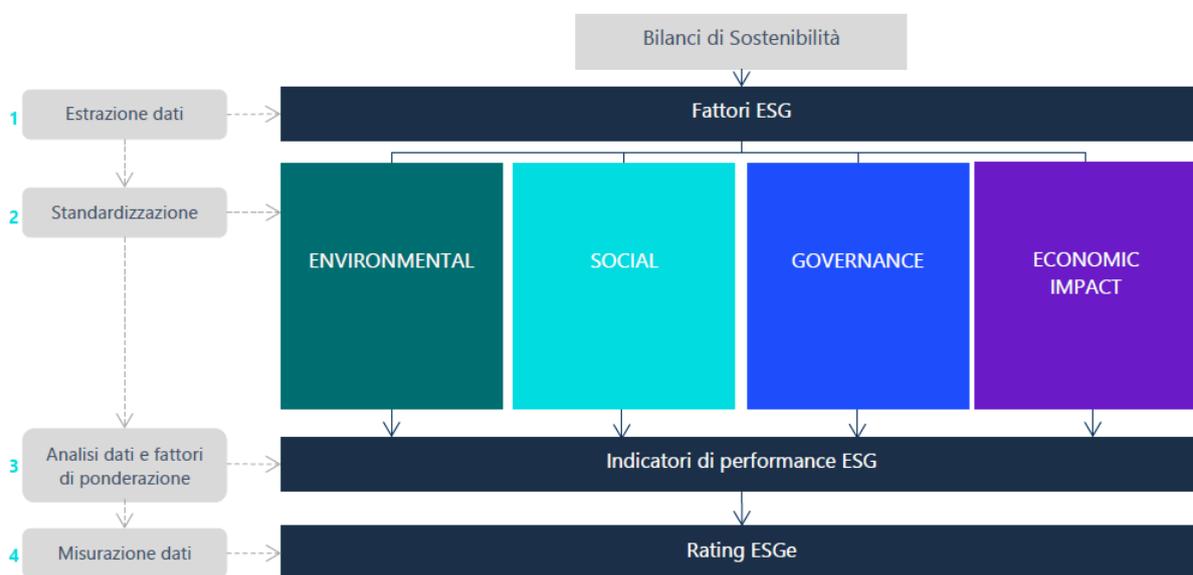


Figura 21 – Fasi del processo per il calcolo del rating ESG– fonte: https://ratingagency.cerved.com/wp-content/uploads/2024/03/La-metodologia-di-Rating-ESG_Cerved-Rating-Agency.pdf

L'ultimo passaggio nella metodologia di CRA per l'emissione del rating ESG, che viene rappresentato nella figura 22, prevede la misurazione dei dati attraverso un software basato su Python.

I punteggi per i dati quantitativi seguono una scala progressiva suddivisa in fasce (0-25-50-75-100). Gli indicatori qualitativi, invece, che adottano una logica dicotomica (sì o no), ricevono un punteggio

di 0 o 100. Per ciascun indicatore chiave riguardante i criteri Environment, Governance e Social viene assegnato un peso variabile tra lo 0 % e il 100%.

Il sistema informatico calcola poi la media ponderata per determinare il punteggio finale di ciascuna area (E-S-G-e). In base a questo punteggio viene infine assegnato il rating ESG della società, espresso in lettere che corrispondono a specifiche classi di valutazione ESG. (76)

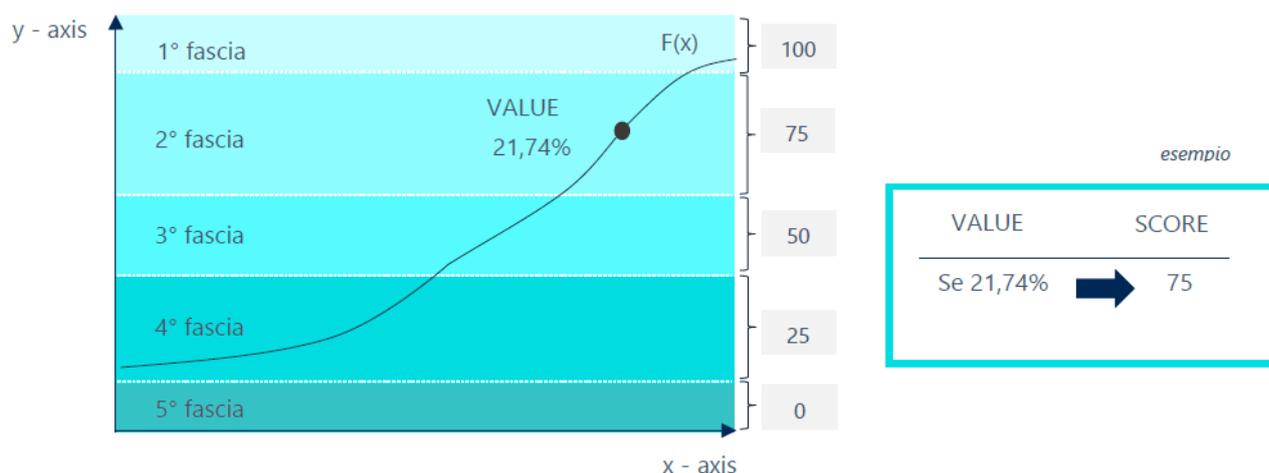


Figura 22 - Misurazione i dati per il calcolo dello score ESG – fonte: https://ratingagency.cerved.com/wp-content/uploads/2024/03/La-metodologia-di-Rating-ESG_Cerved-Rating-Agency.pdf

3.3.2 LA CORRELAZIONE INVERSA TRA RATING ESG E RISCHIO DI CREDITO

Secondo Cerved Rating Agency esiste una correlazione inversa tra i rating ESG e il rischio di credito delle aziende; le imprese che adottano le politiche di sostenibilità performanti tendono ad essere più solide e presentano una probabilità di default inferiore, quindi un rischio di credito minore.

Questo fenomeno è emerso chiaramente dalla ricerca "ESG Connect" realizzata nel 2022, che ha esaminato l'impatto degli investimenti ESG. I risultati hanno dimostrato che le aziende più sostenibili, oltre a godere di una maggiore stabilità finanziaria, presentano una minore probabilità di fallimento. L'analisi, condotta su un campione di circa 18.000 imprese italiane a cui Cerved Rating Agency ha direttamente assegnato un rating, ha integrato anche un campione di società straniere, generando oltre 3 milioni di dati aggiornati a settembre 2022. I risultati, rappresentati nei grafici presenti nella figura 23, sono stati uniformi, confermando la tendenza per tutte le categorie di aziende, incluse le corporate internazionali.

Questa correlazione negativa tra sostenibilità e rischio di credito si riscontra trasversalmente in tutte le dimensioni aziendali, ma diventa particolarmente rilevante per le piccole e medie imprese; nello specifico le PMI che implementano efficaci politiche di sostenibilità risultano fino a cinque volte meno rischiose rispetto a quelle che non adottano tali politiche. Per esempio, nel caso delle piccole imprese italiane, quelle con un basso rating ESG mostrano una probabilità di fallimento pari al 7,25%, mentre le imprese più virtuose in termini di sostenibilità hanno un rischio di default ridotto all'1,55%.

Anche per le medie e grandi imprese, la forbice è significativa: il rischio di fallimento oscilla tra il 3% per quelle con un rating ESG basso allo 0,9% per quelle con un rating elevato. (77)

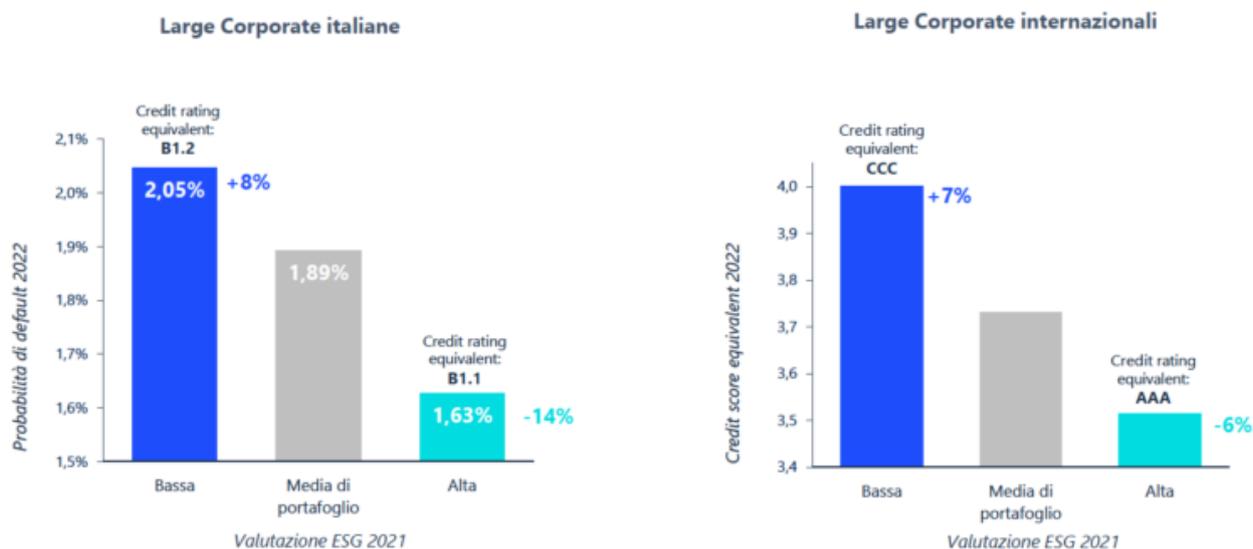


Figura 23- Risultati della correlazione tra rating ESG e probabilità di default - fonte: <https://esgnews.it/governance/cerved-investire-nellesg-riduce-il-rischio-di-credito/>

Per analizzare la variabilità dei rischi ESG in modo che non sia limitata ai soli impatti sull'azienda, ma tenga conto anche delle potenziali influenze che i temi di sostenibilità possono avere sui modelli di business e sull'orientamento strategico delle imprese, Cerved Rating Agency ha sviluppato una Heatmap dei principali fattori di rischio ESG per i principali macrosettori industriali.

Nella dimensione ambientale, emergono come particolarmente rilevanti la gestione di materiali e dei rifiuti pericolosi, le alte emissioni di CO2 e l'inquinamento del suolo e dell'aria, criticità che incidono soprattutto nei settori chimico, edilizio, minerario, metallurgico e dell'Oil & Gas.

Per quanto riguarda l'ambito sociale, i rischi più significativi riguardano la salute e la sicurezza dei lavoratori, l'impatto delle aziende sulle comunità locali e la sicurezza dei prodotti trasportati, con effetti particolarmente visibili nei settori della logistica, del retail, del tessile, dell'estrattivo e dell'Oil & Gas.

La variabile governance si rivela cruciale nei settori maggiormente soggetti a normative, regolamenti, licenze e permessi, nonché a nuove leggi come la Tassonomia europea. I settori estrattivo e del Real estate i più esposti, mentre il sistema bancario, finanziario e delle costruzioni risente maggiormente dei rischi legati a corruzione, riciclaggio, frode e pratiche anticoncorrenziali.

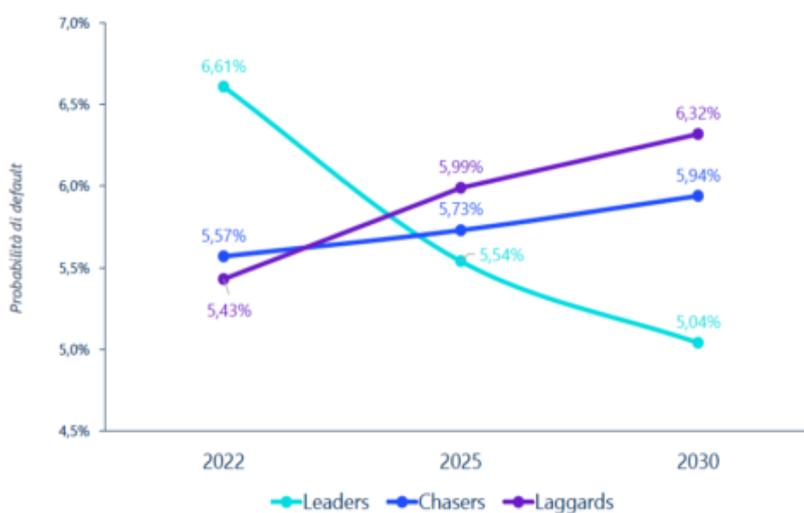
Ulteriori risultati della ricerca "Cerved ESG Connect" riguardano le implicazioni della tassonomia europea sul panorama economico italiano e le sfide nella valutazione delle performance ESG delle filiere aziendali.

L'agenzia di rating ha evidenziato che la tassonomia, il sistema che classifica le attività economiche come sostenibili secondo dei criteri specifici e che guida i finanziatori e investitori nella transizione

ecologica, non abbraccia ancora l'intero panorama industriale: attualmente, il 25,80% delle imprese italiane, ovvero circa 1,38 milioni di aziende con un fatturato totale di oltre 1.092 miliardi di euro, rientra nei parametri di sostenibilità definiti dalla tassonomia. Il restante 74,20%, che comprende circa 3,97 milioni di imprese con un fatturato di oltre 1.997 miliardi di euro, non è ammissibile. (78) Analizzando uno scenario futuro, si prevede che le imprese leader, cioè quelle che offrono beni e servizi allineati con gli obiettivi climatici di Parigi, come le energie rinnovabili, le batterie, l'efficienza edilizia e le soluzioni per la riduzione delle emissioni, beneficeranno di un minore rischio di default. Queste aziende potrebbero vedere una riduzione del rischio di fallimento del 16% entro il 2025 e del 23% entro il 2030, oltre a un miglior accesso ai finanziamenti (Figura 24).

Al contrario, i settori meno pronti alla transizione verso la sostenibilità, definiti settori "laggards", potrebbero affrontare un aumento del rischio di default del 10% entro il 2025 e del 16,4% entro il 2030. Per queste imprese, che potrebbero non adattarsi adeguatamente alla tassonomia verde senza investimenti significativi, il deterioramento della qualità creditizia sarà evidente, principalmente a causa del calo della domanda per i loro prodotti e servizi. (77)

In sintesi, la transizione ecologica modificherà significativamente il panorama economico: nel lungo termine, i settori e le imprese che sono già avanti nella sostenibilità godranno quindi di un vantaggio competitivo sempre più marcato, mentre quelli che oggi presentano un alto rischio di default vedranno miglioramenti nel loro rischio di credito, a condizione di adattarsi alle nuove normative.



FONTE: ELABORAZIONE CERVED RATING AGENCY

35

Figura 24 – Confronto tra le imprese – fonte : <https://esgnews.it/governance/cerved-investire-nellesg-riduce-il-rischio-di-credito/>

Infine, la ricerca ha messo in luce le difficoltà nella definizione di catene di fornitura sostenibili. In particolare, solo una minoranza di imprese misura in modo strutturato le performance ESG della propria filiera. Secondo l'analisi di Cerved, solo il 40% delle aziende che presentano dati ESG sui propri fornitori adotta un approccio sistematico per monitorare tali performance.

La globalizzazione ha allungato e complicato le catene di valore, creando reti di imprese con modelli

di business, economie e culture aziendali differenti. Questo sistema ha dimostrato le sue debolezze durante crisi recenti, come i cambiamenti climatici, la pandemia e la guerra in Ucraina.

Le catene di fornitura globali, con la loro complessità, hanno un significativo impatto ambientale, in particolare per quanto riguarda le emissioni di gas serra (GHG); è cruciale adottare un metodo di misurazione e monitoraggio, e il tracciamento delle emissioni GHG, cioè quelle indirette generate da fonti esterne al controllo diretto dell'impresa, è uno strumento essenziale.

Tuttavia, dai dati raccolti, solo una parte limitata delle aziende include nella loro rendicontazione non finanziaria le emissioni indirette: il 45% delle imprese italiane e il 55% a livello globale. Espandendo l'analisi oltre l'impatto ambientale e considerando anche le modalità e gli strumenti di gestione dei rischi nella catena di fornitura, emerge che solo un'azienda su tre effettua uno screening avanzato dei propri fornitori.

La mancanza di una tale analisi impedisce ai principali stakeholder, come gli intermediari finanziari, di effettuare una valutazione completa dell'impatto ambientale e dei rischi complessivi lungo la catena del valore delle loro controparti. (78)

3.4 ESG ED ECONOMIA CIRCOLARE

L'economia circolare rappresenta un nuovo paradigma economico, alternativo ai tradizionali modelli di crescita lineare, che si focalizza sulla riduzione degli sprechi e su una riprogettazione radicale dei prodotti e del loro utilizzo nel tempo (figura 25).

L'economia circolare rappresenta una sfida cruciale per il sistema produttivo e per la società, poiché richiede l'adozione di un insieme di pratiche produttive e di consumo sostenibili, capaci di gestire le risorse del pianeta in modo efficiente e consapevole; l'obiettivo principale è incrementare il valore dei prodotti e delle componenti, riducendo gli sprechi associati ai modelli di consumo lineari. (79)

Questo modello offre maggiori opportunità di trasformazione, passando da una logica di possesso a una logica di servizio, e prolunga il ciclo di vita dei prodotti ridefinendo il rapporto tra consumatore e prodotto.

La transizione verso modelli economici circolari è ritenuta essenziale per ridurre l'impatto ambientale e garantire una maggiore sostenibilità. Tuttavia, affrontare efficacemente questa transizione richiede la capacità di misurare i progressi e identificare gli ostacoli lungo il percorso. Le metriche, quindi, diventano fondamentali per valutare la bontà di progetti e decisioni e per comprendere il reale valore di determinate scelte strategiche. Adottare questi principi rappresenta un'opportunità per le imprese di creare nuovi modelli di business, ma richiede una profonda trasformazione e l'adattamento alle nuove esigenze di mercato. (80)

Entrando nel dettaglio, l'economia circolare favorisce:

- **Forniture e acquisti circolari:** Le aziende sono incentivate ad utilizzare risorse rinnovabili, riutilizzate o riciclabili, sostenendo le filiere circolari e riducendo sensibilmente l'utilizzo di risorse non rinnovabili. Un esempio significativo è quello relativo all'azienda Caimi Brevetti,

che da anni si distingue per prodotti realizzati principalmente con materiali monocomponenti, facilmente riciclabili.

- **Recupero, riuso e riciclo delle risorse:** Le imprese ritirano prodotti a fine vita per riutilizzarli o riciclarli, trasformando i potenziali rifiuti in valore. Un esempio è il Gruppo Saviola, che produce pannelli in legno riciclato per il settore dell'arredamento, o Kubedesign, che realizza arredi in cartone riciclato con tecnologie innovative.
- **Allungamento della durata del prodotto:** Questo modello si basa su prodotti progettati per durare nel tempo, facili da mantenere e aggiornare. Ad esempio, H&M raccoglie abiti usati in cambio di buoni spesa, incentivando il riciclo e riducendo gli sprechi.
- **Piattaforme di condivisione:** Sfruttando la digitalizzazione, queste piattaforme permettono agli utenti di condividere i prodotti e scambiare idee e informazioni, creando valore attraverso la collaborazione. Colossi della sharing economy come Uber, BlaBlaCar e Airbnb sono degli esempi di successo di questo modello.
- **Il prodotto come servizio:** In questo modello, il prodotto non viene acquistato, ma utilizzato tramite contratti come leasing o noleggio. Già applicato in settori come auto e tecnologia, si sta diffondendo anche nell'abbigliamento e nell'arredamento. (79)

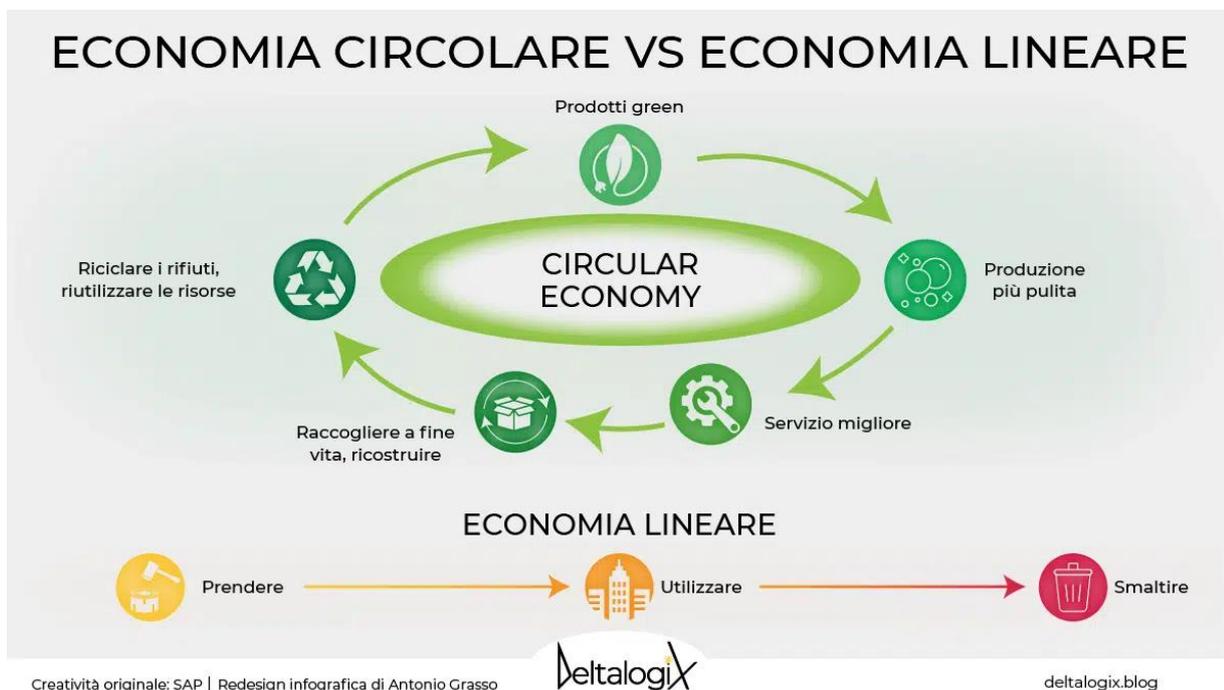


Figura 25: Differenza tra l'economia circolare e l'economia lineare- fonte: <https://deltalogix.blog/2022/09/27/economia-circolare-e-lineare-differenze-e-vantaggi-per-le-aziende/>

La transizione verso un'economia circolare può essere notevolmente facilitata dallo sviluppo delle tecnologie digitali legate all'Industria 4.0, la cosiddetta quarta rivoluzione industriale, caratterizzata dall'integrazione di robotica, sensori, connettività, programmazione e Internet of Things (IoT).

Queste tecnologie favoriscono una progettazione e produzione più sostenibile, consentendo anche di monitorare il consumo delle risorse e l'utilizzo dei prodotti.

L'integrazione tra sistema digitale ed economia circolare potrebbe rivoluzionare il mercato del lavoro, trasformando sia i processi produttivi che le competenze necessarie. Il digitale si trasforma quindi in un elemento centrale per tutto l'ecosistema circolare: l'IoT può monitorare i cicli di vita dei prodotti, garantire un'analisi dei dati che rende la produzione più efficiente e personalizzata, e gli insights sui comportamenti di acquisto e consumo permettono di prevenire sprechi sovrapproduzione.

L'industria 4.0 sta modificando i settori industriali, modelli aziendali e processi produttivi attraverso la digitalizzazione dei processi e l'interconnessione delle macchine. Questa evoluzione spinge molte aziende a gestire congiuntamente le risorse fisiche e virtuali, trasformandole in un sistema integrato unico.

Le informazioni provenienti dal mondo fisico vengono catturate per creare un modello digitale che rappresenta i processi e le reti produttive, consentendo alle macchine di comunicare tra loro, di poter condividere i dati e prendere decisioni.

Le tecnologie digitali, grazie alla capacità di connettere e coordinare le risorse produttive, non solo aumentano la competitività e l'efficienza, ma abilitano anche nuovi modelli di business che superano la tradizionale distinzione tra prodotto, processo e servizio, grazie all'IoT.

La digitalizzazione diventa una risorsa chiave per la transizione verso un'economia circolare, poiché oltre a monitorare e ottimizzare l'uso delle risorse, favorisce la riduzione degli sprechi energetici e il controllo degli scarti generati. Perché questa transizione abbia successo, è fondamentale che questo processo di digitalizzazione abbracci l'intera filiera produttiva e favorisca una gestione connessa dei prodotti, delle fabbriche e degli utenti, con l'obiettivo di creare un ciclo produttivo sostenibile da un punto di vista economico e ambientale, e che riesca a creare e catturare valore, generando benefici economici sostenibili nel lungo termine. (81)

Riguardo al tema della transizione verso l'economia circolare, lo studio "Circular Europe", realizzato da Fondazione Enel e The European House-Ambrosetti è particolarmente rilevante: questo report si pone l'obiettivo di monitorare la transizione verso l'economia circolare in Europa, valutando i benefit economici, sociali e ambientali grazie a 23 metriche quantitative e a 10 indicatori principali, applicati ai 27 Paesi dell'UE e al Regno Unito.

Secondo questo studio, l'economia circolare genera un valore di 300-380 miliardi di euro di PIL a livello europeo, con investimenti tra i 90 e i 110 miliardi di euro, e ha creato circa 2,5 milioni di posti di lavoro nel 2018; nel dettaglio, andando a vedere i paesi con i migliori risultati, si è visto che l'Italia contribuisce con 27-29 miliardi di PIL, la Romania con 10-12 miliardi, e la Spagna con 33-35 miliardi. A livello occupazionale, l'Italia conta 200.000 lavoratori, la Romania 20.000 e la Spagna 350.000, mentre gli investimenti sono rispettivamente pari a 8-9 miliardi, 1-2 miliardi e 9-11 miliardi di euro. In termini di produttività, i benefici per i lavoratori vanno dai 560-590 euro annui in Italia a 1.210-1.270 euro in Romania e 640-670 euro in Spagna, con una media europea compresa tra 570 e 940 euro.

Un aspetto centrale di questo studio riguarda i benefici ambientali dell'economia circolare, come il recupero dei materiali e l'uso di risorse rinnovabili; un'approccio circolare nella progettazione dei prodotti, permette la riduzione delle emissioni di gas serra, con una diminuzione media del 73,5% per

alcuni materiali chiave (ferro, alluminio, zinco e piombo).

Anche l'incremento nell'uso di energie rinnovabili ha effetti rilevanti: un aumento dell'1% nell'uso di rinnovabili riduce le emissioni di CO₂ di 72,6 milioni di tonnellate in Europa e di 6,3 milioni in Italia, equivalenti al 50% delle emissioni annuali di Roma.

Lo studio evidenzia inoltre il legame tra i vantaggi economici e ambientali dell'economia circolare; passare da materiali primari a secondari, per esempio, ha un impatto significativo sulla riduzione delle emissioni di gas serra. L'utilizzo di energie rinnovabili nel settore energetico, in particolare, sta giocando un ruolo cruciale nella transizione verso modelli produttivi a basso impatto ambientale, sia per la produzione industriale che per la mobilità elettrica.

Infine, dal punto di vista imprenditoriale, l'economia circolare è vista come un'opportunità strategica, poiché il 95% dei leader aziendali considera questa transizione un vantaggio competitivo, poiché apre a nuove forme di efficienza, riduzione dei costi e ampliamento del mercato. Tuttavia, persistono due grandi ostacoli che riguardano l'incertezza sulla capacità di creare nuovo valore e alla mancanza di competenze adeguate.

La sfida dell'economia circolare richiede non solo investimenti significativi e lo sviluppo di nuove competenze, ma anche una profonda riorganizzazione di prodotti, modelli produttivi e processi. Una particolare attenzione deve essere riservata ai modelli di business e alle relazioni con partner e clienti. Anche il settore dell'energia sta affrontando questa trasformazione, spinto da un lato dalla necessità di passare dai combustibili fossili alle fonti rinnovabili, e dall'altro, la crescente richiesta di soluzioni elettriche come strumento per ridurre l'impatto ambientale, sia nella vita quotidiana sia nelle attività industriali. (82)

Un ulteriore studio realizzato da Cerved, che ha analizzato oltre 2.000 imprese non finanziarie con un rating di credito attivo, evidenzia come l'adozione di modelli di business circolari offra significativi vantaggi sia alle aziende che alle banche; suddividendo il campione analizzato tra aziende che hanno adottato modelli di sviluppo circolari e le aziende che non fanno uso di queste metodologie, emerge chiaramente che la circolarità porta benefici alle imprese.

Questo è evidente dal fatto che le aziende circolari si posizionano maggiormente nelle fasce di rating meno rischiose. Inoltre, un'altra tendenza significativa indica che, mentre nel 2021 la probabilità di default per le imprese circolari era del 2,51% rispetto al 3,18% delle altre aziende tradizionali, con l'aggiornamento di giugno 2024 il divario si è ampliato a favore delle realtà circolari. Queste ultime mantengono una probabilità di default del 2,61%, nonostante un generale peggioramento del merito creditizio, mentre le aziende normali sono salite al 3,86%.

I dati indicano che, grazie a questi modelli, il rischio di credito scende dal 4,37% al 3,12%, con un risparmio del 28%. Un profilo di rischio migliore può tradursi in un significativo risparmio di capitale per gli istituti di credito. La ponderazione media del rischio per le imprese virtuose è stata stimata al 72,8%, rispetto al 76,7% per quelle non virtuose, con un differenziale di 390 punti base di riduzione delle attività ponderate per il rischio (Risk-Weighted Assets, RWA) a vantaggio di aziende circolari. Se le banche orientassero i loro finanziamenti verso imprese che adottano questi modelli di economia circolare, potrebbero ottenere un potenziale risparmio in termini di rischio pari a circa 4 euro ogni 100 euro erogati, oltre a 0,3 euro di capitale regolamentare.

Un aspetto importante di questo cambiamento è anche l'evoluzione dei processi organizzativi delle imprese. L'analisi della Cerved Rating Agency, ha evidenziato che i modelli circolari portano benefici anche nei punteggi ESG, come è possibile notare nella figura 26. Le imprese circolari ottengono in media un punteggio di 63,4, superiore di circa 20 punti rispetto a chi non adotta tali modelli; anche

per le aziende che si limitano esclusivamente al riciclo e al recupero dei rifiuti, lo score ESG risulta comunque migliore rispetto a quelle che non attuano queste pratiche. (83)



Figura 26 – Confronto tra score ESG delle imprese circolari e delle imprese tradizionali – fonte: <https://www.esg360.it/energia/con-la-circular-economy-cala-il-rischio-di-credito-e-migliora-lo-score-esg/>

Questo porta vantaggi anche dal punto di vista finanziario: le imprese che adottano modelli circolari dimostrano una maggiore capacità di coprire le spese per interessi passivi grazie al loro risultato operativo (copertura degli interessi misurata dall'EBIT mediano di 5,89x rispetto a 4,74x, con un incremento del 24%) e generano una quantità di liquidità superiore che può essere destinata agli investimenti (Figura 27).

Inoltre, le imprese risultano meno indebitate del 6% (rapporto PFN/EBITDA mediano di 1,92x contro 2,04x) e producono dei flussi di cassa più elevati in relazione all'indebitamento lordo (6% rispetto al 2,9%).

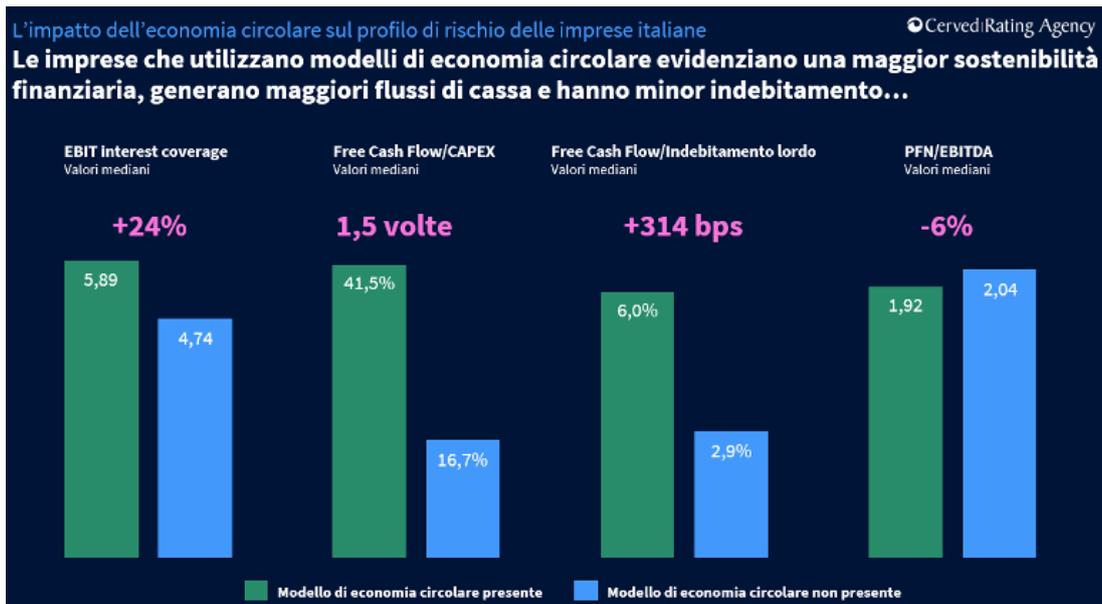


Figura 27 – Benefici dell'economia circolare - fonte: <https://esgnews.it/advisor/leconomia-circolare-conviene-a-banche-e-imprese-cala-del-28-il-rischio-di-credito/>

Questi dati sono confermati anche su un orizzonte temporale di più anni. La figura 28 mostra che le imprese che riutilizzano materiali e utilizzano energia rinnovabile durante il ciclo produttivo si sono dimostrate più resilienti, specialmente durante periodi di forte aumento dei prezzi delle materie prime, riuscendo a contenere i costi operativi tra il 2020 e il 2022. Questo ha portato a un miglioramento della marginalità operativa, con un margine EBITDA medio dell'8,93%, superiore del 12% rispetto alle aziende meno virtuose. (84)

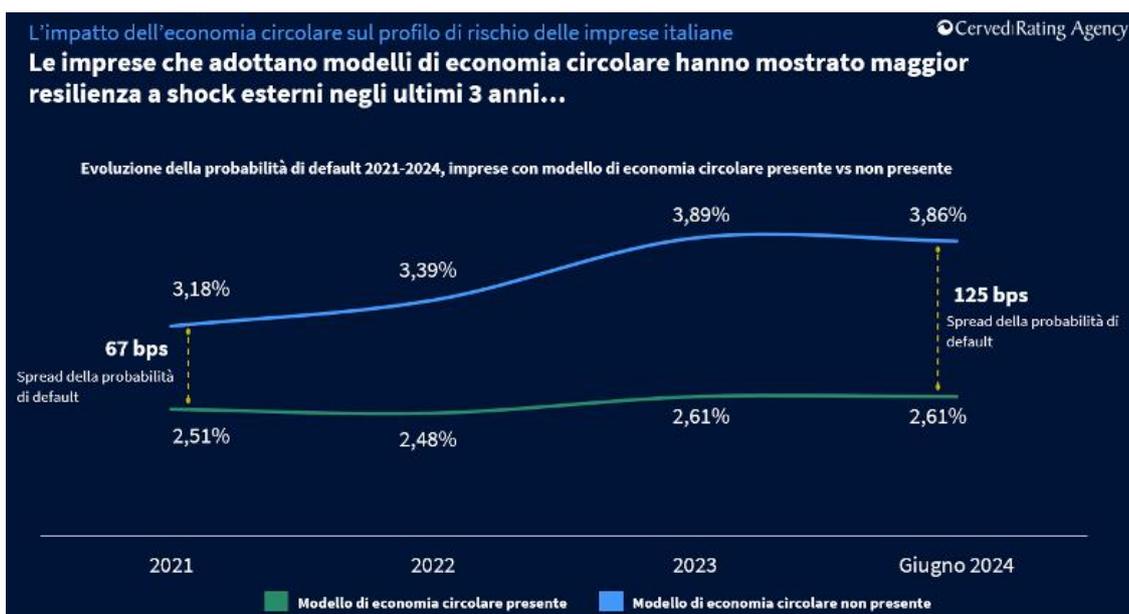


Figura 28 – Andamento delle imprese che adottano modelli di economia circolare nel tempo – fonte: <https://esgnews.it/advisor/leconomia-circolare-conviene-a-banche-e-imprese-cala-del-28-il-rischio-di-credito/>

3.5 LE PRINCIPALI SFIDE DEGLI INVESTIMENTI ESG

La crescente attenzione verso la finanza sostenibile ha portato nel corso degli anni alla creazione di una varietà di strategie di investimento, che spaziano da approcci più semplici, come l'esclusione di titoli o settori non etici, o di imprese che violano norme internazionali, a strategie più sofisticate che selezionano imprese sostenibili o in grado di generare un impatto positivo e misurabile sull'ambiente. Queste strategie non sono necessariamente alternative, ma possono essere combinate per raggiungere obiettivi finanziari e di sostenibilità specifici.

Tuttavia, l'offerta di alcuni strumenti, come le obbligazioni sostenibili, è ancora limitata; sebbene in crescita, rappresentano ancora una piccola parte del mercato obbligazionario globale e non soddisfano pienamente la domanda degli investitori in termini di volume e scadenze. Questo è principalmente dovuto alle difficoltà dei professionisti della finanza nell'individuare e valutare progetti da finanziare. Un'ulteriore sfida che deve essere affrontata riguarda la disponibilità di dati ambientali e climatici, che diventa necessaria per favorire l'aumento dell'offerta di strumenti sostenibili e per definire delle strategie di investimento solide.

Nonostante i recenti progressi, persistono dei limiti significativi nella disponibilità, affidabilità e nella comparabilità dei dati, che ostacolano l'efficiente allocazione dei capitali verso progetti meritevoli. Diverse iniziative sono state avviate per affrontare queste sfide, come lo sviluppo di standard comuni per la comunicazione dei dati non finanziari e la definizione di tassonomie verdi per identificare attività economiche e strumenti finanziari sostenibili; la tassonomia verde può aiutare la lotta contro le pratiche ingannevoli e favorire una migliore qualità e comparabilità dei dati, fornendo dei criteri specifici per distinguere tra attività realmente verdi e quelle dannose per l'ambiente.

In Europa, la proposta della Commissione sull'informativa di sostenibilità delle imprese favorisce il miglioramento della quantità e qualità dei dati ESG. A livello globale invece, il principale riferimento per la rendicontazione dei rischi climatici è il Task Force on Climate-related Financial Disclosure (TCFD), le cui raccomandazioni sono adottate da numerose istituzioni finanziarie.

Un aiuto arriva anche dall'uso di soluzioni digitali avanzate che permette alle organizzazioni di gestire efficacemente i dati necessari per tracciare e riportare rischi e progressi ESG, sostenendo al contempo la trasformazione organizzativa e digitale essenziale per un cambiamento duraturo; diverse aziende di successo stanno integrando le loro informazioni in patrimoni di dati sulla sostenibilità, indipendenti dalla piattaforma, utilizzando API per creare una rete connettiva e recuperare gli insight necessari. Questo approccio permette la creazione di report in tempo reale, una migliore gestione del rischio e un processo decisionale basato su metriche, ponendo le basi per l'integrazione di strumenti basati sull'IA e facilitando una crescita più sostenibile. (85)

Altre sfide per la finanza sostenibile possono emergere dall'incessante serie di eventi negativi legati ai cambiamenti climatici, come alluvioni, siccità, frane e incendi; a questi si aggiungono profonde trasformazioni sociali, crisi migratorie e tensioni sociopolitiche, che contribuiscono nel rafforzare l'insicurezza che caratterizza la società e l'economia globale negli ultimi decenni.

Il cambiamento climatico è considerato da diversi anni una delle principali minacce globali, accanto ai pericoli legati all'utilizzo di armi nucleari e, più recentemente, alle pandemie. La guerra in Ucraina ha interrotto bruscamente un lungo periodo di pace e cooperazione globale, introducendo gravi crisi umanitarie che coinvolgono milioni di persone, senza una soluzione immediata all'orizzonte.

Tensioni geopolitiche di tale portata, potrebbero avere effetti duraturi sugli equilibri internazionali, sulla circolazione di merci e capitali e sul progresso scientifico e culturale, che si basa anche sullo scambio di conoscenze e sulla cooperazione globale. (86)

Dal punto di vista economico, la guerra ha aggravato le prospettive di crescita, già indebolite dagli effetti persistenti della pandemia, e ha causato un ulteriore aumento dei tassi di inflazione, colpendo in particolare beni essenziali come alimentari ed energia, che incidono maggiormente sulle fasce di popolazione più vulnerabili.

Questa crisi energetica ha avuto un impatto negativo sugli investimenti ESG, ma ha anche sottolineato l'urgenza di una transizione verso un'economia sostenibile e l'adozione di fonti di energia rinnovabile per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili russi entro il 2030. Particolarmente significativa è l'azione di molti paesi in via di sviluppo stanno intensificando gli sforzi per ridurre la dipendenza dai combustibili fossili e aumentare la capacità di produzione di energia pulita e rinnovabile (Figura 29). Per sfruttare appieno il potenziale dell'energia rinnovabile in questi mercati, sono necessari circa 1,1 trilioni di dollari all'anno in investimenti complessivi, secondo il World Energy Investment Report dell'IEA 2023 (Agenzia Internazionale dell'Energia), che stima un fabbisogno di 1,7 trilioni di dollari annuali per i paesi in via di sviluppo.

Tra le principali aree di interesse per i paesi emergenti vi è l'idrogeno verde, che secondo la Bank of America potrebbe diventare un mercato da quasi mille miliardi di dollari entro il 2050; in particolare, i paesi del Medio Oriente, grazie agli alti livelli di risparmio nazionale e alla loro solida capacità di indebitamento, sono in una posizione privilegiata per beneficiare di questo sviluppo, dati gli ingenti investimenti necessari per la tecnologia legata all'idrogeno verde. (87)

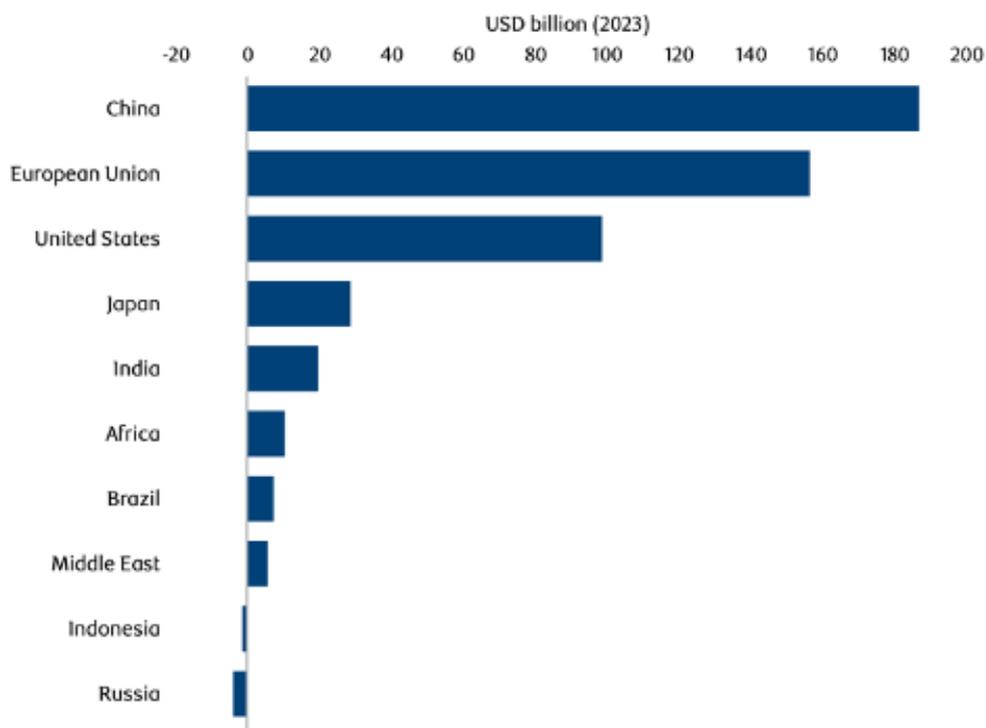


Figura 29 : Crescita degli investimenti annuali in energia pulita in paesi e regioni selezionate (2019-2023) - fonte: <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/mercati-emergenti-e-transizione-climatica-progressi-sfide-e-opportunita/>

Affrontare i cambiamenti climatici richiede orizzonti temporali più lunghi rispetto a quelli tradizionali del mondo finanziario per effettuare le valutazioni e prendere le decisioni d'investimento; da un lato, è necessario finanziare una transizione che si estenderà per decenni, dall'altro gli investitori cercano ritorni finanziari a breve termine. Questa dicotomia temporale, che riflette la sfida tra rendimenti a breve e lungo termine, è particolarmente evidente oggi.

L'aumento dei prezzi dei combustibili fossili ha generato dei rendimenti elevati per i settori legati all'energia fossile, penalizzando i portafogli sostenibili, che solitamente sono meno esposti a questi settori inquinanti. C'è il rischio che questo porti a traiettorie divergenti tra paesi e settori, rallentando il progresso verso gli obiettivi di neutralità climatica stabiliti dall'Accordo di Parigi.

Tuttavia, i prezzi elevati dei combustibili fossili possono anche stimolare uno sviluppo più rapido delle energie rinnovabili, accelerandone la transizione. È cruciale creare delle condizioni adeguate (incentivi, regolamenti e sanzioni) per permettere agli investitori di cogliere tutte le opportunità di rendimento a lungo termine, privilegiando le attività verdi rispetto a quelle inquinanti, che saranno progressivamente penalizzate. (88)

CONCLUSIONI

L'analisi condotta in questa tesi evidenzia come gli investimenti ESG stiano acquisendo un ruolo sempre più centrale all'interno del panorama finanziario globale. La crescente consapevolezza sulle sfide ambientali, sociali e di governance ha portato a un profondo cambiamento nelle strategie di investimento, spingendo gli attori finanziari a integrare criteri di sostenibilità nelle loro decisioni. La finanza sostenibile, supportata da un quadro normativo sempre più solido, rappresenta una risposta concreta alle esigenze di un'economia che punta non solo alla redditività, ma anche alla responsabilità sociale e ambientale.

I criteri ESG, che sono ampiamente utilizzati come strumento di valutazione per gli investimenti, permettono agli investitori di identificare opportunità capaci di generare valore a lungo termine, riducendo i rischi connessi alle pratiche aziendali insostenibili. Tuttavia, è emerso come il rischio di greenwashing rappresenti una sfida significativa, evidenziando la necessità di maggiore trasparenza e di regolamentazioni più rigorose che possano garantire l'affidabilità delle informazioni fornite dalle imprese.

I rating ESG e le agenzie che li producono svolgono un ruolo cruciale nel fornire dati comparabili e trasparenti agli investitori, favorendo una valutazione più accurata delle performance di sostenibilità aziendale. In questo contesto, l'economia circolare emerge come modello strategico che contribuisce alla transizione verso un sistema economico più sostenibile, capace di ridurre gli sprechi e migliorare l'efficienza delle risorse.

In sintesi, gli investimenti che adottano gli ESG, supportati da strumenti finanziari innovativi e da un crescente impegno normativo, rappresentano una leva fondamentale per promuovere una crescita economica sostenibile e inclusiva. Tuttavia, per garantire un impatto reale e duraturo, sarà necessario continuare a rafforzare la trasparenza e l'affidabilità delle pratiche ESG, incoraggiando una più ampia adozione dei principi di sostenibilità da parte delle aziende e degli investitori. Il futuro della finanza dipenderà dalla capacità di coniugare rendimento e responsabilità, ponendo la sostenibilità al centro delle scelte strategiche di mercato.

Bibliografia

1. Consob. Finanza sostenibile. [Online] Consob.
<https://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>.
2. Del Giudice, Alfonso. 9788892144262.pdf. [Online] 2022.
<https://www.giappichelli.it/media/catalog/product/excerpt/9788892144262.pdf>.
3. Sella Insight. Una breve storia dell'investimento etico. [Online] Sella Insight, 15 Giugno 2021.
<https://sellainsights.it/-/una-breve-storia-dell-investimento-etico>.
4. L'economia per tutti - Banca d'Italia per la cultura finanziaria. finanza sostenibile. *L'economia per tutti*. [Online] Banca d'Italia, 2019.
<https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile/>.
5. ESG 360. Corporate Social Responsibility : cos'è e come rende le imprese sostenibili. [Online] Network Digital 360, 31 Marzo 2021.
<https://www.esg360.it/social-responsibility/corporate-social-responsibility-cose-e-come-rende-le-imprese-sostenibili/>.
6. Digital4. Corporate Social Responsibility: CSR cosa è e perchè è strategica. [Online] Network Digital360, 20 Luglio 2021.
<https://www.digital4.biz/executive/corporate-social-responsibility-csr-cosa-e-perche-strategica/>.
7. Hamidu, Aminu Ahmadu, Haron, Md. Harashid e Amran, Azlan. MPRA Paper 75040. [Online] 2015.
https://mpra.ub.uni-muenchen.de/75040/1/MPRA_paper_75040.pdf.
8. Barreca, Barbara Maria. Responsabilità sociale d'impresa (CSR): cos'è e come crea valore in un'azienda. [Online] Network Digital360, 25 Settembre 2023.
<https://www.agendadigitale.eu/smart-city/responsabilita-sociale-dimpresa-csr-cose-e-come-crea-valore-in-unazienda/>.
9. Randstad. corporate social responsibility: vantaggi e trend e stato dell'arte in italia. [Online] Randstad, 15 Settembre 2023.
<https://www.randstad.it/gestione-risorse-umane/employer-branding/corporate-social-responsibility-vantaggi-trend-e-stato-dellarte-in-italia/>.

10. McGrath, Amanda e Jonker , Alexandra. Corporate Social Responsibility. [Online] IBM, 22 Dicembre 2023.
<https://www.ibm.com/it-it/topics/corporate-social-responsibility#:~:text=In%20genere%2C%20le%20iniziative%20di,CSR%20globale%20di%20un'a zienda...>
11. Balocco , Veronica. Global Reporting Initiative: cos'è, come funziona e perché è così importante. [Online] Network Digital360, 31 Gennaio 2024.
<https://www.esg360.it/normative-e-compliance/global-reporting-initiative-cose-come-funziona-e-perche-e-cosi-importante/>.
12. Zanardini, Massmo e Mauro, Paolo. Bilancio di sostenibilità . [Online] Headvisor.
<https://www.headvisor.it/bilancio-di-sostenibilita>.
13. Consiglio dell'Unione Europea. Paris agreement. [Online] Consiglio dell'Unione Europea, 27 Gennaio 2024.
<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-change/paris-agreement/>.
14. Agenzia per la coesione territoriale. Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile. [Online] Agenzia per la coesione territoriale.
<https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>.
15. Piano d'azione per la finanza sostenibile. [Online] Consob.
<https://www.consob.it/web/area-pubblica/il-piano-di-azione-per-la-finanza-sostenibile>.
16. Consiglio dell'Unione Europea. Green Deal. [Online] Consiglio dell'Unione Europea, 17 Giugno 2024.
<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/green-deal/>.
17. L'economia per tutti - Banca d'Italia per la cultura finanziaria. Finanza sostenibile. [Online] Banca d'Italia, 2019.
<https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile/faq/index.html>.
18. Alleanza assicurazioni. cos'è il regolamento SFDR. [Online] Alleanza assicurazioni.
<https://www.alleanza.it/educazione-finanziaria-assicurativa/abc-eduфин/cose-il-regolamento-sfdr/>.
19. Cibir, Alberto. ESG nel 2024: dal labirinto normativo alla chiarezza regolamentare nell'Unione Europea. [Online] Modefinance, 18 Marzo 2024.
<https://www.modefinance.com/it/company/blog/esg-nel-2024-dal-labirinto-normativo-alla->

28. Fonti di energia rinnovabile. 5 benefici ESG per le imprese. [Online] Fonti di energia rinnovabile, 10 Ottobre 2023.
<https://fontidienergiarinnovabile.it/5-benefici-esg-per-le-imprese/>.
29. Morgan Stanley. Investimenti ESG interessano al 77% degli investitori individuali globali. [Online] Esg News, 19 Febbraio 2024. <https://esgnews.it/investimenti/investimenti-esg-interessano-al-77-degli-investitori-individuali-globali/>.
30. —. MS Institute for Sustainable Investing - Sustainable signals individuals 2024. *Morgan Stanley*. [Online] 2024.
<https://www.morganstanley.com/content/dam/msdotcom/en/assets/pdfs/MSInstituteForSustainableInvesting-SustainableSignals-Individuals-2024.pdf>.
31. Euromobiliare Advisory SIM. Finanza sostenibile e investimenti ESG. [Online] Euromobiliare Advisory SIM.
<https://magazine.easim.it/finanza-sostenibile-e-investimenti-esg>.
32. Dembele, Faty, Schwarz, Rolfs e Horrocks, Paul. DCD(2021)20. [Online] 18 Ottobre 2021.
[https://one.oecd.org/document/DCD\(2021\)20/En/pdf](https://one.oecd.org/document/DCD(2021)20/En/pdf).
33. Online Sim - Gruppo Ersel. Green Bond: cosa sono e come investire. [Online] Online Sim - Gruppo Ersel, Giugno 2021.
<https://www.onlinesim.it/blog/green-bond-cosa-sono-come-investire/>.
34. Forum per la finanza sostenibile. Manuale Europa IT Web. [Online] 2019.
<https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2019/11/Manuale-Europa-IT-Web.pdf>.
35. MainStreet Partners. Bond GSS: solo il 23% è conforme allo standard UE per i Green Bond. [Online] ESG News, 23 Luglio 2024.
<https://esgnews.it/investimenti/green-bond-e-sustainability-bond/bond-gss-solo-il-23-e-conforme-allo-standard-ue-per-i-green-bond/>.
36. NN IP. Social bond: cosa sono. [Online] ESG News, 19 Ottobre 2022.
<https://esgnews.it/nn-ip/social-bond-cosa-sono/>.
37. Gutterman, Alan S. Sustainable finance and impact investing. [Online] 9 Febbraio 2021.
https://books.google.it/books?hl=it&lr=&id=cpIbEAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PT6&dq=history+of+sustainable+finance,+SRI+e+ESG+&ots=PAPaY69Vj-&sig=OAMaw5oJCda-GJ3cC6slhzXZnVo&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false.

38. ICMA Group. Sustainability Bond Guidelines - June 2021 . [Online] 14 Giugno 2021.
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Sustainability-Bond-Guidelines-June-2021-140621.pdf>.
39. Gualtieri, Martina. Social Impact Bond: investimento sociale. [Online] Valori - notizie di etica ed economia sostenibile, 3 Marzo 2023.
<https://valori.it/social-impact-bond-investimento-sociale/>.
40. ICMA Group. Sustainability-linked bond principles - June 2024. [Online] Giugno 2024.
<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2024-updates/Sustainability-Linked-Bond-Principles-June-2024.pdf>.
41. Azimut Direct. Sustainability-linked bond: cosa sono e come funzionano. [Online] Azimut Direct, 4 Novembre 2021.
<https://azimutdirect.com/it/blog/green-finance/sustainability-linked-bond-cosa-sono-e-come-funzionano>.
42. Romano, Valentina e Ulivieri, Veronica. PMI, gli strumenti di finanza sostenibile per la transizione. [Online] Network Digital360, 24 Marzo 2024.
<https://www.agendadigitale.eu/smart-city/pmi-gli-strumenti-di-finanza-sostenibile-per-la-transizione/>.
43. Ongena, Steven, Tsonkova, Gergana e Dursun-de Neef, Ozlem. Green versus sustainable loans: The impact on firms' ESG performance. [Online] CEPR Centre for economic policy research, 3 Novembre 2022.
<https://cepr.org/voxeu/columns/green-versus-sustainable-loans-impact-firms-esg-performance>.
44. Petronio , Lorenzo. Finanza sostenibile: l'impegno Ue per un futuro green. [Online] Network Digital 360, 7 Novembre 2023.
<https://www.agendadigitale.eu/smart-city/finanza-sostenibile-limpegno-ue-per-un-futuro-green/>.
45. MainStreet Partners. Bond GSS: nel 2023 raggiungono quasi i 4.000 mld di euro, il 20% del mercato UE. [Online] ESG News, 13 Febbraio 2024.
<https://esgnews.it/investimenti/green-bond-e-sustainability-bond/bond-gss-nel-2023-raggiungono-quasi-i-4-000-mld-di-euro-il-20-del-mercato-ue/>.
46. ESG 360. GSS bond a quota 20 del mercato obbligazionario europeo. [Online] Network Digital360, 24 Dicembre 2023.
<https://www.esg360.it/finance-esg/gss-bond-a-quota-20-del-mercato-obbligazionario-europeo/>.

47. Scope Ratings. Nel 2024 le obbligazioni societarie ESG dell'UE torneranno a crescere, dopo il calo del 2023. [Online] ESG News, 20 Febbraio 2024.
<https://esgnews.it/investimenti/green-bond-e-sustainability-bond/nel-2024-le-obbligazioni-societarie-esg-dellue-torneranno-a-crescere-dopo-il-calo-del-2023/>.
48. MainStreet Partners. Bond GSS sovrani in crescita: emissioni per 500 mld nel primo trimestre 2024. [Online] ESG News, 22 Maggio 2024.
<https://esgnews.it/investimenti/green-bond-e-sustainability-bond/bond-gss-sovrani-in-crescita-emissioni-per-500-mld-nel-primo-trimestre-2024/#:~:text=Il%20ruolo%20dei%20titoli%20sovrani%20nel%20mercato%20dei%20GSS%20Bonds,-Il%20mercato%20delle&text=Nel%20>.
49. Modefinance. Greenwashing: chi ci perde tra consumatori e aziende. [Online] Modefinance, 12 Gennaio 2024.
<https://www.modefinance.com/it/company/blog/greenwashing-chi-ci-perde-tra-consumatori-e-aziende>.
50. Forum per la finanza sostenibile. Greenwashing ITA WEB. [Online] Novembre 2022.
https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2022/11/Greenwashing_ITA_WEB.pdf.
51. Balocco, Veronica. Greenwashing: cos'è, quali rischi comporta e come difendersi - le esperienze di chi ci è cascato. [Online] esg360, 19 Luglio 2024.
<https://www.esg360.it/esg-world/greenwashing-cose-quali-rischi-comporta-e-come-difendersi-le-esperienze-di-chi-ci-e-cascato/>.
52. Sturloni, Giancarlo. Greenwashing: come riconoscere l'ambientalismo di facciata. [Online] Zanichelli, 15 Dicembre 2022.
<https://aulascienze.scuola.zanichelli.it/multimedia-scienze/come-te-lo-spiego-scienze/greenwashing-come-riconoscere-l-ambientalismo-di-facciata>.
53. InfluenceMap. Big oil's agenda on climate change 2022. [Online] InfluenceMap, Settembre 2022.
<https://influencemap.org/report/Big-Oil-s-Agenda-on-Climate-Change-2022-19585>.
54. Infobuildenergia. Greenwashing: 58% delle aziende a rischio. [Online] Infobuildenergia, 8 Gennaio 2024.
<https://www.infobuildenergia.it/greenwashing-58-percento-aziende-a-rischio/>.
55. ESG 360. Via libera dal Parlamento UE alla nuova direttiva contro greenwashing e informazioni fuorvianti sui prodotti. [Online] Network Digital360, 23 Gennaio 2024.

<https://www.esg360.it/normative-e-compliance/via-libera-dal-parlamento-ue-alla-nuova-direttiva-contro-greenwashing-e-informazioni-fuorvianti-sui-prodotti/>.

56. Dhanani, Roma. what is greenhushing. [Online] Akepa, 22 Marzo 2023.
<https://thesustainableagency.com/blog/what-is-greenhushing/>.

57. Cerved. Cos'è il Rating ESG o Rating di sostenibilità. [Online] Cerved, 3 Settembre 2021.
<https://www.cerved.com/community/news/cose-il-rating-esg-o-rating-di-sostenibilita/>.

58. Bellini, Mauro. ESG Rating Agency: la sfida di misurare la sostenibilità. [Online] Network Digital360, 25 Agosto 2023.
<https://www.esg360.it/sustainability-management/esg-rating-agency-la-sfida-di-misurare-la-sostenibilita/>.

59. ESG 360. Rating ESG, che cos'è: panoramica sui criteri di valutazione. [Online] Network Digital360, 6 Febbraio 2024.
<https://www.esg360.it/governance/rating-esg-che-cose-panoramica-sui-criteri-di-valutazione/>.

60. ERM. Rating ESG: quali sono i migliori fornitori secondo aziende e investitori. [Online] ESG News, 4 Aprile 2023.
<https://esgnews.it/advisor/esg-advisor/rating-esg-quali-sono-i-migliori-fornitori-secondo-aziende-e-investitori/>.

61. APlanet. Rating ESG. [Online] APlanet, 5 Febbraio 2024.
<https://aplanet.org/it/risorse/rating-esg/>.

62. ESG News. Rating ESG: cos'è e come si calcola. [Online] ESG News, 6 Aprile 2022.
<https://esgnews.it/investimenti/rating-esg-cose-e-come-si-calcola/>.

63. Banor SIM. 20220613_Milanofinanza.it-classifiche-report.pdf. [Online] 13 Giugno 2022.
https://www.banor.it/wp-content/uploads/2022/06/20220613_Milanofinanza.it-classifiche-report.pdf.

64. Balocco, Veronica. Rating ESG: le metriche delle agenzie non coincidono, ma quando i punteggi sono omogenei l'impresa è vincente. [Online] Network Digital360, 14 Giugno 2022.
<https://www.esg360.it/report-analisi-e-ricerche/rating-esg-le-metriche-delle-agenzie-non-coincidono-ma-quando-i-punteggi-sono-omogenei-limpresa-e-vincente/>.

65. Kairos Partners. RATING ESG: pro e contro degli indicatori di sostenibilità. [Online] Kairos Partners, 15 Settembre 2022.

<https://www.kairospartners.com/rating-esg-pro-e-contro-degli-indicatori-di-sostenibilita/#:~:text=In%20ordine%2C%20tra%20le%20societ%C3%A0,e%20a%20seguire%20tutti%20gli%20altri.&text=La%20maggior%20parte%20delle%20societ%C3%A0,di%20un%20proviver%20ESG%20c.>

66. Inderst , George e Stewart, Fiona. Incorporating environmental, social and governance factos into fixed income investment. [Online] Aprile 2018.

<https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Public-research-resources/WB2018-04-Incorporating-ESG-Factors-into-Fixed-Income-Investment-270219.pdf>.

67. Robeco. I paesi più sostenibili. [Online] Robeco, 2023.

<https://www.robeco.com/it-it/sostenibilita/competenze/ranking-della-sostenibilita-per-paese>.

68. Luini, Filippo. La classifica dei Paesi più sostenibili al mondo. [Online] Funds People, 4 Luglio 2024.

<https://fundspeople.com/it/la-classifica-dei-paesi-piu-sostenibili-al-mondo/>.

69. Ruijs, Paul e van der Werf, Peter. Nordic nations sweep top spots in country sustainability ranking. [Online] 2024.

<https://www.robeco.com/it-it/approfondimenti/2024/06/nordic-nations-sweep-top-spots-in-country-sustainability-ranking>.

70. Robeco. Robeco Country Sustainable Report. [Online] 2024.

<https://assets.ctfassets.net/tl4x668xzide/5vPMkXw65hRL1qbPwyOX4q/63d283eaf63f06fdb32f0110ee5ee068/20240531-robeco-country-sustainability-report.pdf>.

71. Digital4. Investimenti ESG Rating. [Online] Network Digital360, 22 Maggio 2024.

<https://www.digital4.biz/finance/investimenti-esg-rating/>.

72. Bonfanti, Daniel. Investimenti ESG - Deloitte report. [Online] Innlifes - Innovation in life science, 16 Aprile 2024.

<https://www.innlifes.com/business/investimenti-esg-deloitte-report/>.

73. Abieventi. 10926 Company-Profile Cerved Rating Agency. [Online]

https://www.abieventi.it/Downloads/10926_Company-Profile_Cerved-Rating-Agency.pdf.

74. Cerved Rating Agency. Cerved Rating Agency transparency report 2023. [Online] 31 Marzo 2024. https://ratingagency.cerved.com/wp-content/uploads/2024/03/Cerved-Rating-Agency_Transparency-Report-2023_31032024-1.pdf.
75. Cerved Rating Agency. Metodologia rating ESG. [Online] Cerved Rating Agency. <https://ratingagency.cerved.com/regulatory/metodologia-rating-esg/>.
76. —. La metodologia di Rating ESG- Cerved Rating Agency. [Online] https://ratingagency.cerved.com/wp-content/uploads/2024/03/La-metodologia-di-Rating-ESG_Cerved-Rating-Agency.pdf.
77. —. Cerved Rating Agency- ESG Connect. [Online] 5 Ottobre 2022. https://ratingagency.cerved.com/wp-content/uploads/2024/03/CS_2022-10-05-CERVED-RATING-AGENCY-ESG-CONNECT.pdf.
78. ESG News. Cerved: investire nell'ESG riduce il rischio di credito. [Online] ESG News, 5 Ottobre 2022. <https://esgnews.it/governance/cerved-investire-nellesg-riduce-il-rischio-di-credito/>.
79. Di Maria, Eleonora, et al. Rapporto economia circolare - industria 4.0 - Legambiente LMD. [Online] https://moodle2.units.it/pluginfile.php/584469/mod_resource/content/1/Rapporto_economicocircolare_industria4.0_Legambiente_LMD_2%281%29.pdf.
80. Alteredu. L'ESG è compatibile con la circular economy. [Online] Alteredu. <https://www.alteredu.it/criteri-esg/#14-lesg-e-compatibile-con-la-circular-economy>.
81. Circular Mobility. Economia Circolare e Industria 4.0: verso la sostenibilità ambientale. [Online] Circular Mobility, 10 Giugno 2021. <https://www.circularmobility.it/blog/dettaglio/economia-circolare-e-industria-40-verso-la-sostenibilita-ambientale>.
82. Bellini, Mauro. Economia circolare: a che punto siamo e quali sono i benefici per ambiente, persone, economia. *ESG 360*. [Online] Network Digital360, 21 Settembre 2020. <https://www.esg360.it/circular-economy/economia-circolare-a-che-punto-siamo-e-quali-sono-i-benefici-per-ambiente-persone-economia/>.
83. —. Con la circular economy cala il rischio di credito e migliora lo score ESG. [Online] Network Digital360, 18 Luglio 2024.

<https://www.esg360.it/energia/con-la-circular-economy-cala-il-rischio-di-credito-e-migliora-lo-score-esg/>.

84. Cerved Rating Agency. L'economia circolare conviene a banche e imprese: cala del 28% il rischio di credito. [Online] ESG News, 16 Luglio 2024.

<https://esgnews.it/advisor/leconomia-circolare-conviene-a-banche-e-imprese-cala-del-28-il-rischio-di-credito/>.

85. Mille, Matteo. ESG verso i nuovi requisiti di reporting: opportunità e sfide per le aziende. [Online] Network Digital360, 12 Maggio 2023.

<https://www.agendadigitale.eu/smart-city/esg-verso-i-nuovi-requisiti-di-reporting-opportunita-e-sfide-per-le-aziende/>.

86. Rotunno, Antonella e Leone, Alessia. Rischi e opportunità ESG. [Online] Crowe, 30 Giugno 2023.

<https://www.crowe.com/it/crowebompani/news/rischi-e-opportunita-esg>.

87. Harvey, Jana. Mercati emergenti e transizione climatica: progressi, sfide e opportunità. [Online] ESG News, 22 Dicembre 2023.

<https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/mercati-emergenti-e-transizione-climatica-progressi-sfide-e-opportunita/>.

88. Cipollone, Piero. Cipollone 21 Giugno 2022. *Banca d'Italia*. [Online] 21 Giugno 2022.

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/CIPOLLONE_21_giugno_2022.pdf.

89. Casiraghi, Simone. La sostenibilità si deve misurare. Un solo standard contro il falso green. [Online] L'eco di bergamo.

https://www.ecodibergamo.it/stories/skille/responsabilita-sociale/la-sostenibilita-si-deve-misurare-un-solo-standard-contro-o_1427107_11/.

