



**Politecnico  
di Torino**

**Politecnico di Torino**

Corso di Laurea

A.a. 2022/2023

Sessione di Laurea Marzo 2023

**Investimenti sostenibili:  
benefici e limiti  
dell'integrazione dei criteri ESG**

Relatori:

Prof. Luigi Buzzacchi

Candidati:

Domenico Cavorsi

# Indice

<b>Introduzione.....</b>	<b>4</b>
<b>Capitolo 1 Cambiamento climatico e contesto normativo.....</b>	<b>5</b>
1.1 Dalla Convenzione di Rio all'Accordo di Parigi. Cronistoria degli accordi internazionali sul clima .....	6
1.2 Agenda 2030.....	9
1.2.1 Goal 13: lotta al cambiamento climatico .....	10
1.2.2 Goal 8: crescita economica sostenibile.....	11
1.2.3 Goal 12: modelli sostenibili di produzione e consumo .....	13
1.3 Quadro normativo europeo.....	14
1.3.1 Green Deal.....	14
1.3.2 Da NFRD a CSRD.....	16
<b>Capitolo 2 Environmental, Social and Governance.....</b>	<b>19</b>
2.1 I fattori ESG.....	19
2.2 Principi di rendicontazione – Il bilancio di sostenibilità .....	21
2.3 ESG Rating .....	26
2.3.1 MSCI ESG Rating .....	27
2.3.2 Morningstar Sustainability Rating.....	29
2.3.3 Refinitiv ESG Score .....	31
2.4 Strategie EUROSIF per l'investimento sostenibile .....	32
<b>Capitolo 3 Impatto dell'ESG sull'investimento .....</b>	<b>36</b>
3.1 Benefici.....	37
3.1.1 Maggiori possibilità di crescita.....	37
3.1.2 Riduzione del costo del capitale.....	38
3.1.3 Riduzione del rischio legislativo.....	39

3.1.4 Aumento della produttività degli impiegati .....	41
3.1.5 Ottimizzazione degli investimenti.....	42
3.1.6 Aumento di liquidità .....	43
3.1.7 Risultati empirici .....	44
3.2 Limiti e problemi.....	52
3.2.1 Consistenza nella misurazione.....	52
3.2.2 Impatto ESG sul valore.....	56
3.2.3 ESG e rendimenti.....	62
3.2.4 Greenwashing.....	66
<b>Conclusioni .....</b>	<b>77</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>79</b>

# Introduzione

La questione climatica/ambientale sta toccando sempre più da vicino l'opinione pubblica. L'aggravio delle condizioni climatiche, l'aumento della frequenza di cataclismi come alluvioni, incendi, frane, ha scosso da vicino la sensibilità di una platea crescente di persone. L'aumento nell'interesse per il bene del pianeta è stato recepito in primis dalle entità governative ed extra governative, che stanno cercando di indirizzare la legislazione verso uno sviluppo maggiormente sostenibile ed in secondo luogo dai consumatori, sempre più attenti alle loro scelte d'acquisto.

Questo cambio di passo ha conseguenze dirette sul mercato e sugli investitori, maggiormente attenti a dirigere i loro capitali su società che non siano solo remunerative dal punto di vista del profitto ma anche sostenibili dal punto di vista ambientale.

Prepotente è stato dunque l'ingresso dei criteri ESG (Environmental, Social and Governance), atti da un lato a fornire le linee guida per le organizzazioni e dall'altro da strumento di valutazione per gli stakeholder, su tutti gli investitori. Negli ultimi anni si è vista una rapida ascesa del numero di società dichiaranti l'integrazione nel proprio business di tali criteri, vedendo questi ultimi come volano per una crescita sostenibile e conveniente.

Tuttavia, non è tutto oro quel che luccica e le opzioni degli esperti a riguardo sono anche molto discordanti. L'elaborato si pone come obiettivo quello di mostrare gli effettivi benefici derivanti dall'integrazione dei criteri ESG su un'organizzazione e, dall'altro lato della medaglia, i limiti e i problemi che possono sorgere.

# Capitolo 1

## Cambiamento climatico e contesto normativo

Il cambiamento climatico rappresenta una delle maggiori sfide del nostro tempo per l'intero pianeta, in quanto è una minaccia alla sua stessa esistenza, e richiede, pertanto, uno sforzo comune a livello intergovernativo. Le cause predominanti del cambiamento climatico sono, secondo gli esperti, da ricercare nell'attività umana, ed in particolare nelle emissioni di gas serra, dovuto al consumo di combustibili fossili come carbone, gas naturale e petrolio, ma anche dalla produzione di cemento. Si stima che tra il 1970 e il 2021 il totale delle emissioni di gas serra per attività umana sia cresciuto del 137%. Nel 1850, le "parti per milione" (*ppm*) di CO<sub>2</sub> nell'atmosfera erano 288, mentre nel 2013 è stata superata per la prima volta la soglia delle 400 ppm, arrivate a quasi 420 nel 2021. L'ultima volta che erano state superate le 400 parti di CO<sub>2</sub> nell'atmosfera risale a 3 milioni di anni fa. La responsabilità dell'aumento delle emissioni di gas serra che hanno favorito il riscaldamento globale è principalmente dovuta agli effetti di industrializzazione nel corso degli ultimi 2 secoli, che hanno quindi portato non solo ad un maggior inquinamento dell'aria, ma anche all'innalzamento degli oceani a causa dello scioglimento dei ghiacciai, con effetti disastrosi anche sul flusso dei fiumi. Tra il 1880 e il 2014 i mari sono infatti cresciuti di 20 centimetri, ma le previsioni per il 2100 si aggirano tra 1 metro e mezzo e 2 metri. Il riscaldamento climatico ha provocato anche, e verosimilmente provocherà, sempre più anomalie atmosferiche, come uragani, cicloni e inondazioni, ma anche siccità e incendi.

Poste queste premesse, è circa dagli anni '70 che si discute a livello internazionale di temi ambientali ed ecologici. Tuttavia, è solo negli anni '90, in concomitanza con l'esplosione della globalizzazione e la fine della guerra fredda, che inizia a emergere una consapevolezza diffusa della necessità di agire per evitare che gli effetti del cambiamento climatico producano effetti irreversibili.

Al giorno d'oggi appare sempre più chiaro quanto sia fondamentale che legislatori e mondo del credito indirizzino le scelte delle imprese verso investimenti sostenibili, rispettosi della società in generale ma soprattutto dell'ambiente.

## **1.1 Dalla Convenzione di Rio all'Accordo di Parigi.**

### **Cronistoria degli accordi internazionali sul clima**

Un primo risultato importante avvenne per impulso delle Nazioni Unite, che nel 1992 si riunirono nel cosiddetto *Summit della Terra* e adottarono la Convenzione di Rio, conosciuta più propriamente come "*Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici*". Tutti i Paesi delle Nazioni Unite hanno ratificato la Convenzione, tra cui l'Italia, che lo ha fatto nel 1994, anno in cui la stessa Convenzione entrò in vigore, avendo superato il quorum di almeno 50 ratifiche. Nella stessa occasione fu anche adottata la "*Convenzione quadro sulla biodiversità*", con l'obiettivo di tutelare le specie nei loro habitat naturali e riabilitare quelle in via d'estinzione.

Per quanto riguarda la Convenzione sui cambiamenti climatici, le diverse posizioni assunte dai vari Stati, alcune delle quali addirittura contrapposte, circa la scaletta delle priorità e degli impegni da affrontare, resero difficile la stesura di un accordo condiviso. Si decise pertanto di indorare la pillola e si stilò un documento fornte delle linee guida in linea di massima, non rappresentante vincolo giuridico. Ne risultò un trattato che non obbligava le singole nazioni a sottostare a specifiche soglie di emissioni di gas serra alle singole nazioni. Non fu esattamente una vittoria, però merito della Convenzione è stato però quello di aver aperto una piccola breccia destinata ad allargarsi negli anni successivi. Il mondo politico infatti iniziava ad avere consapevolezza dei cambiamenti climatici e dell'influenza delle attività umane su tali cambiamenti. A tal proposito tra i principi cardine della convenzione, elencati nell'articolo 3, vi erano: la protezione

del sistema climatico, e quindi la lotta ai cambiamenti climatici ed ai loro effetti avversi, e la consapevolezza dei particolari bisogni e condizioni dei paesi in via di sviluppo, particolarmente vulnerabili nei confronti dei cambiamenti climatici. Proprio nel Summit della Terra si espresse appunto il principio delle “responsabilità comuni ma differenziate”, destinato a diventare un principio generale del diritto internazionale dell’ambiente. Questo principio, caratterizzante la Convenzione, si riferisce alla diversa responsabilità storica da imputare ai vari protagonisti dello scacchiere internazionale. In parole semplici, nella storia vi sono stati Paesi che hanno inquinato l’atmosfera più di altri, e pertanto sono responsabili in modo maggiore del cambiamento climatico. Per questo la convenzione distingue tra paesi industrializzati e paesi in via di sviluppo. Di fatti solamente i paesi industrializzati aderenti alla Convenzione, tra cui anche l’Italia, avevano l’obbligo di trasmettere dei report regolari sulle politiche e le misure adottate per la riduzione delle emissioni di gas serra, mentre i Paesi in via sviluppo non avevano particolari obblighi.

Nel 1995, i paesi aderenti alla Convenzione diedero il via alle prime negoziazioni sul clima, le cosiddette *Conferenze delle Parti (COP)*, e si riunirono per la prima volta a Berlino, la cui conferenza fu ribattezzata COP1.

Una conferenza rilevante fu la terza, tenutasi a Kyoto, in Giappone, nel 1997. In questa occasione fu adottato il *Protocollo di Kyoto*, che andava dunque ad integrare la precedente Convenzione sul cambiamento climatico. Sottoscritto da più di 160 Paesi, entrò in vigore nel 2005, senza la ratifica degli Stati Uniti. L’Italia invece lo ratificò nel 2002. Il protocollo prevedeva l’obbligo di operare una riduzione di CO<sub>2</sub> e altri cinque gas serra, accogliendo il *Principio delle responsabilità comuni ma differenziate* della *Dichiarazione di Rio*. Infatti, il protocollo si rivolge ai Paesi industrializzati, richiedendo loro di ridurre del 5% le emissioni di gas serra rispetto al 1990 nel periodo 2008-2012. L’Unione Europea e i suoi Stati membri, che all’epoca erano 15, si spinsero oltre impegnandosi ad una riduzione dell’8% per l’intera area europea. Tuttavia, la non adesione degli Stati Uniti, e lo status di paese

in via di sviluppo riconosciuto alla Cina e all'India, che li rendeva esenti dagli obblighi, ha reso il Protocollo di Kyoto uno strumento giuridico dalla portata limitata. Questo perché i Paesi aderenti e destinatari di obblighi non rappresentavano il pianeta intero in relazione alle emissioni di gas serra. Ciononostante, gli obiettivi del protocollo di Kyoto sono stati estesi fino al 2020, anno in cui sarebbero entrati poi in vigore gli effetti dell'*Accordo di Parigi*.

La seconda fase del protocollo di Kyoto impegnava quindi i Paesi firmatari in nuovi obblighi da conseguire nel periodo che va dal 2013 al 2020, aggiornando l'elenco di gas serra e impegnando gli stati contraenti alla riduzione di questi gas del 18% rispetto al 1990.

Nel 2015, tuttavia, in occasione del COP21 tenutosi a Parigi, è stato stabilito un nuovo accordo, i cui obblighi avrebbero sostituito quelli del Protocollo di Kyoto dopo il 2020, abbandonando il paradigma delle responsabilità comuni ma differenziate e della distinzione tra Paesi industrializzati e paesi in via di sviluppo. Gli Stati Uniti, sotto la presidenza di Donald Trump si ritirarono dall'accordo, salvo poi rientrarci dopo l'elezione alla Casa Bianca di Joe Biden.

L'obiettivo generale di lungo termine dell'Accordo di Parigi è quello di arrivare, nel 2050, a zero emissioni nette, condizione per il quale i gas serra prodotti possano essere totalmente assorbiti da foreste, oceani e da tecnologie di cattura e sequestro del carbonio. Ciò permetterebbe di contenere l'aumento della temperatura media globale al di sotto della soglia di 2 °C oltre i livelli preindustriali, e di limitare tale incremento a 1.5 °C e tamponare rischi e gli effetti dei cambiamenti climatici. A tal proposito l'unione europea si è impegnata a ridurre le emissioni di gas serra di almeno il 55% entro il 2030 rispetto ai livelli del 1990, e di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050, mentre gli Stati Uniti si sono detti disponibili a ridurre le emissioni del 50% rispetto ai livelli del 2005 entro il 2030.

In Figura 1, i principali eventi citati.



Figura 1 - Timeline principali accordi sul clima

## 1.2 Agenda 2030

L'Agenda 2030 è un documento sottoscritto da 193 Paesi ONU nel 2015, con il fine di stilare una serie di linee guida per lo sviluppo sostenibile.

L'Agenda definisce 17 obiettivi (*Sustainable Development Goals, SDGs*), a loro volta suddivisi in 169 target, che ogni Paese ha il dovere di archiviare entro il 2030 (vedi figura 2).



Figura 2 - Sustainable Development Goals Agenda 2030

Per garantire che ciò avvenga i paesi vengono monitorati annualmente dal Comitato Economico e Sociale delle Nazioni Unite e ogni quattro anni

dall'Assemblea Generale. Tale processo viene effettuato tramite 240 indicatori statistici.

Purtroppo, allo stato attuale delle cose, molti degli obiettivi prefissati dall'Agenda non saranno raggiunti salvo un radicale cambio di passo negli anni che mancano alla scadenza.

### **1.2.1 Goal 13: lotta al cambiamento climatico**

Per quanto tutti gli obiettivi dell'Agenda siano fondamentali per raggiungere una sostenibilità globale, sicuramente il più cruciale e forse il più urgente di tutti riguarda il Goal 13 relativo alla lotta al cambiamento climatico.

A tale fattore sono infatti collegati in modo imprescindibile tutti gli altri. Qualora non si riuscisse a limitare l'aumento delle temperature globali sotto le soglie fissate dall'Accordo di Parigi, le conseguenze a cui farebbe fronte l'intero globo sarebbero catastrofiche.

E purtroppo, stando agli ultimi dati, le stime non sembrano le più rosee circa l'effettiva archiviazione di questo obiettivo. Se si mantiene l'andamento attuale, infatti, la temperatura globale aumenterà di 3°C entro la fine del secolo, con effetti disastrosi sugli equilibri ambientali e sociali.

In termini pratici, affinché ciò avvenga, secondo l'Agenda si dovrebbero intraprendere misure del tipo:

- "rafforzare la resilienza e la capacità di adattamento ai rischi legati al clima e ai disastri naturali"
- "integrare misure di contrasto ai cambiamenti climatici nelle politiche nazionali"
- "effettuare campagne di sensibilizzazione"
- "attuare l'impegno assunto nella *Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici* per raggiungere l'obiettivo di mobilitare 100 miliardi

di dollari l'anno per affrontare le esigenze dei paesi in via di sviluppo attraverso l'operatività del *Green Climate Fund*".

Il *Green Deal* e la *European Climate Law* sono di fatto la risposta dell'Unione Europea alle richieste ONU. Inoltre, in occasione dei finanziamenti relativi al *Next Generation EU*, si è reso obbligatorio che almeno il 30% dei fondi ricevuti sia destinato ad interventi per il clima.

### **1.2.2 Goal 8: crescita economica sostenibile**

Più precisamente il Goal 8 riporta questa denominazione "Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva e un lavoro dignitoso per tutti".

Il messaggio è che lo sviluppo economico non deve essere orientato esclusivamente a massimizzare i profitti ma deve far sì che non si lasci nessuno indietro. È compito degli Stati delineare politiche economiche a supporto delle attività produttive, che favoriscano la creazione di nuovi posti di lavoro e che quest'ultimo sia adeguatamente retribuito.

Alcuni dei punti operativi salienti sono:

- "Sostenere la crescita economica pro-capite a seconda delle circostanze nazionali e, in particolare, almeno il 7% di crescita annua del prodotto interno lordo nei paesi meno sviluppati"
- "Raggiungere livelli più elevati di produttività economica attraverso la diversificazione, l'aggiornamento tecnologico e l'innovazione, anche attraverso un focus su settori ad alto valore aggiunto e settori ad alta intensità di manodopera"
- "Promuovere politiche orientate allo sviluppo che supportino le attività produttive, la creazione di lavoro dignitoso, l'imprenditorialità, la creatività e l'innovazione, e favorire la formalizzazione e la crescita delle

micro, piccole e medie imprese, anche attraverso l'accesso ai servizi finanziari”

- “Migliorare progressivamente, fino al 2030, l'efficienza delle risorse globali nel consumo e nella produzione nel tentativo di scindere la crescita economica dal degrado ambientale, in conformità con il quadro decennale di programmi sul consumo e la produzione sostenibili” (concetto di decoupling, prima citato)”
- “Entro il 2030, raggiungere la piena e produttiva occupazione e un lavoro dignitoso per tutte le donne e gli uomini, anche per i giovani e le persone con disabilità, e la parità di retribuzione per lavoro di pari valore”
- “Entro il 2020, ridurre sostanzialmente la percentuale di giovani disoccupati che non seguano un corso di studi o che non seguano corsi di formazione” (i così detti *NEET*)

Tra le misure adottate dall'Italia in questa direzione rientrano l'istituzione del Fondo “Cresci al Sud”, il Fondo di garanzia per le Pmi, gli incentivi alle startup, i decreti agevolazione per le imprese, etc. Tuttavia, il Paese ha bisogno di un notevole cambio di passo negli interventi, posizionandosi infatti tra i peggiori dell'Unione (vedi figura 3).

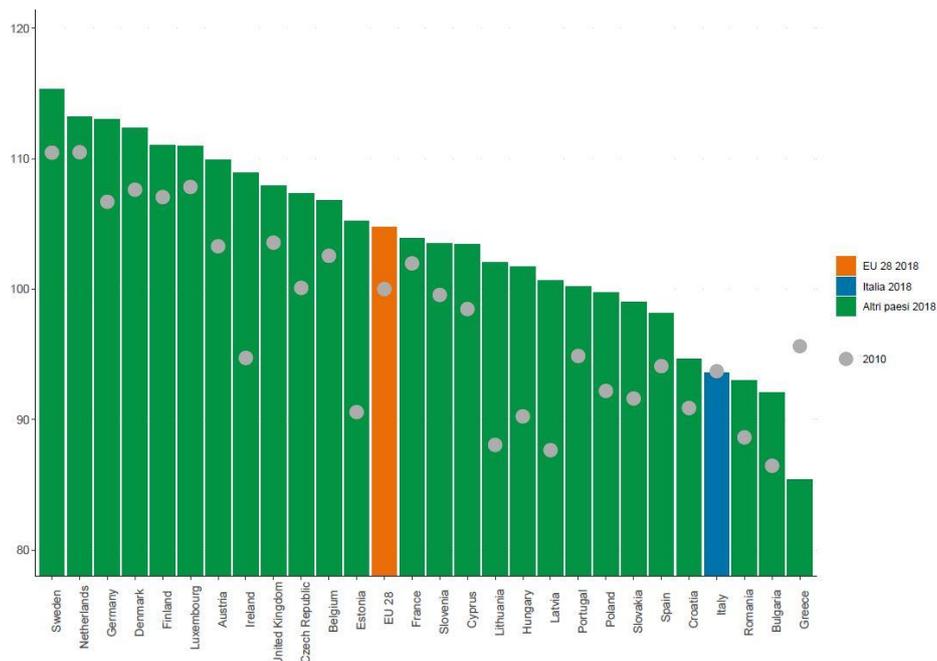


Figura 3 - Classifica EU Goal 8

A preoccupare maggiormente, oltre al paragone con gli altri stati è il fatto che l'Italia è l'unico paese insieme alla Grecia a riportare una variazione negativa dell'indice composito rispetto al 2010 (in altre parole si performa peggio di quanto si performasse prima).

### **1.2.3 Goal 12: modelli sostenibili di produzione e consumo**

Anche questo goal è intrecciato a doppio filo con la sostenibilità. Obiettivo dell'ONU è promuovere la transizione da un'economia che è storicamente sempre stata lineare ad un'economia circolare.

Per continuare ad operare con la logica lineare, sul lungo periodo, di fatto si avrebbe bisogno di risorse illimitate in termini di materie prime ed energia. Ma non solo. Tale sistema implica che alla fine del ciclo vita i prodotti diventino rifiuti, causando un altro problema, quello relativo allo smaltimento.

Adottando un sistema circolare, invece, basato sul recupero e il riutilizzo dei beni giunti a fine vita si mitigherebbero in un colpo solo entrambi i problemi: da una parte si ridurrebbe il fabbisogno sia di materie prime sia di energia, dall'altra i rifiuti da smaltire. Nel computo dei benefici ci sarebbe inoltre da aggiungere l'inquinamento prodotto dalla produzione, che a sua volta andrebbe a diminuire, riducendo notevolmente gli impatti ambientali.

Oltre a questo obiettivo, più a livello macro, è importante archiviare dei miglioramenti anche da punto di vista micro, ovvero relativo ad ogni azienda. Per l'ONU è fondamentale che gli Stati legiferino di modo da creare incentivi per le imprese virtuose dal punto di vista ambientale e penalità per le più inerti all'adattamento.

Alcuni target salienti:

- “Incoraggiare le imprese, soprattutto le aziende di grandi dimensioni e transnazionali, ad adottare pratiche sostenibili e integrare le informazioni sulla sostenibilità nelle loro relazioni periodiche”
- “Promuovere pratiche in maniera di appalti pubblici che siano sostenibili, in accordo con le politiche e le priorità nazionali”
- “Entro il 2030, fare in modo che le persone abbiano in tutto il mondo le informazioni rilevanti e la consapevolezza in tema di sviluppo sostenibile e stili di vita in armonia con la natura”
- “Sviluppare e applicare strumenti per monitorare gli impatti di sviluppo sostenibile per il turismo sostenibile, che crei posti di lavoro e promuova la cultura e i prodotti locali”
- “Razionalizzare i sussidi ai combustibili fossili inefficienti che incoraggiano lo spreco, eliminando le distorsioni del mercato, a seconda delle circostanze nazionali, anche attraverso la ristrutturazione fiscale e la graduale eliminazione di quelle sovvenzioni dannose, ove esistenti, in modo da riflettere il loro impatto ambientale, tenendo pienamente conto delle esigenze specifiche e delle condizioni dei paesi in via di sviluppo e riducendo al minimo i possibili effetti negativi sul loro sviluppo”.

## **1.3 Quadro normativo europeo**

### **1.3.1 Green Deal**

Come anticipato, la Comunità Europea è all'avanguardia per quanto concerne gli obiettivi climatici e la relativa legislazione. Oltre ad aver avuto un ruolo attivo in tutte le conferenze sul clima, dal 2019 si è dotata anche del *Green Deal Europeo* (GDE), un piano d'azione che definisce le iniziative strategiche di tipo legislativo

e non, avente come obiettivo il raggiungimento della neutralità climatica del continente entro il 2050.

Il punto di partenza del GDE è rispondere a quanto richiesto dalla comunità scientifica, nello specifico dall'IPCC (Gruppo Intergovernativo sul Cambiamento Climatico), e a quanto stabilito dall'Accordo di Parigi, ovvero limitare il riscaldamento globale a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali. Per fare ciò la commissione ha istituito un osservatorio per il clima e la salute nell'ambito della piattaforma europea sull'adattamento ai cambiamenti climatici (*Climate-ADAPT*), al fine di comprendere meglio, anticipare e ridurre al minimo le minacce per la salute causate dai cambiamenti climatici, nonché di fornire linee guida aventi basi scientifiche sui comportamenti da adottare da parte dei vari paesi membri. Sotto la lente del Comitato ci sono tutti i settori dell'economia, in particolare quelli più critici in ambito di emissioni – come energia, industria, trasporti, agricoltura – già rientranti nel sistema di scambio di quote di emissioni dei gas effetto serra (*EU ETS*). Il coinvolgimento, tuttavia, non si ferma solo ai grandi player. Vista l'ambiziosità dell'obiettivo da raggiungere, urge che tutti gli stakeholders - piccole imprese, governi locali, cittadini - siano impegnati direttamente tramite politiche di sensibilizzazione.

Come mostra la figura 4, gli impegni europei adottati dalle prime conferenze sul clima degli anni 90, stanno effettivamente portando a risultati concreti. La quantità di CO<sub>2</sub>, infatti, riporta un trend decrescente, ma il lavoro da fare è ancora tanto. Il primo step di controllo è fissato per il 2030, data entro il quale le emissioni dovranno essere ridotte del 55% (*"Fit for 55"*). Nei successivi venti anni l'abbattimento dovrà essere totale e il saldo netto, ovvero emissioni prodotte meno emissioni riassorbite, essere pari a zero.

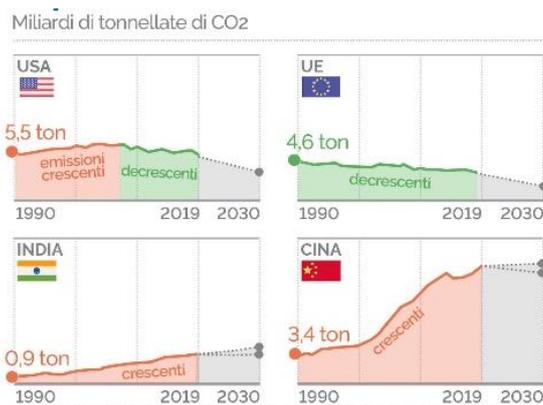


Figura 4 - Trend emissioni dei principali paesi/regioni inquinanti

È bene citare una parola chiave del GDE, ovvero “decoupling”, ovvero il disaccoppiamento della crescita economica dalle emissioni di carbonio. Proprio in tale concetto risiede l’idea di sostenibilità. Sostenibilità, infatti, non significa smettere di produrre o di ridurre il proprio profitto, bensì farlo rispettando l’ambiente e le generazioni a venire.

Dal punto di vista legislativo, quanto stabilito dal *Green Deal*, che essendo una Direttiva non ha vincolo legale, è stato recepito dalla *European Climate Law* (in italiano *Legge Europea sul Clima*).

### 1.3.2 Da NFRD a CSRD

La direttiva NFRD (*Non Financial Reporting Directive, 2014/95/EU*) è stato un primo tentativo da parte dell’Unione Europea, antecedente all’accordo di Parigi, di monitoraggio delle attività dei grandi player industriali del continente.

Essendo una direttiva, di fatto non rappresentava un obbligo legale per le aziende, a cui si richiedeva di redigere una dichiarazione non finanziaria in merito a queste tematiche:

- Impatto ambientale

- Questioni sociali (tra cui trattamento dei dipendenti, rispetto dei diritti umani, equità di genere, salari, etc.)
- Azioni contro la corruzione e il riciclaggio.

Tale direttiva era rivolta appunto ai grandi player, aventi determinati requisiti di fatturato e di numero di dipendenti (vedi paragrafo 2.2).

La NFRD è stata sostituita nel 2021 dalla CSRD (*Corporate Sustainability Reporting Directive, 2022/2454/EU*), a seguito della divulgazione del *Green Deal*. Tale direttiva di fatto rappresenta un'evoluzione naturale della precedente, ricalcandone i principi fondamentali, ma approfondendoli ed ampliandoli. Ad aumentare è anche il ventaglio di società a cui si rivolge. Se infatti la NFRD aveva una copertura pari a circa il 47% delle società operanti sul continente, con la CSRD tale percentuale passa al 75%. Inoltre, la precedente direttiva non imponeva l'obbligo di allegare la dichiarazione non finanziaria a quella finanziaria di fine anno (era concessa libertà sulla data di pubblicazione), mentre questa sì, nell'intenzione del legislatore di metterle sullo stesso piano di importanza.

Tra le intenzioni principali della direttiva c'è il voler far recepire che la sostenibilità per le società deve di fatto essere trattato come un asset intangibile, in quanto fortemente impattante il valore aziendale. E proprio in materia sostenibilità rientrano le linee guida aggiuntive rispetto alla direttiva precedente.

Le società sono chiamate a pubblicare informazioni qualitative e quantitative con orizzonti sia di breve che di lungo termine, aventi come leit motiv l'ESG:

- Compatibilità del modello di business aziendale con la transizione ecologica
- Target di sostenibilità e roadmap per archivarli
- Impatto sull'ambiente della catena di approvvigionamento
- Indicatori per il monitoraggio dei requisiti ambientali e sociali
- Analisi dei rischi legati all'ambiente.

Altro passo in avanti effettuato dalla CSRD è stato uniformare gli standard di rendicontazione, che invece era lasciata a discrezione delle imprese nella NFRD. Tali standard sono forniti dall'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory*) e hanno come obiettivo ridurre il più possibile l'asimmetria informativa (in quanto le società sono tenute a coprire tutti i punti richiesti, non è più possibile nascondere alcune voci scomode su cui magari si sta sottoperformando).

Ultima importante novità del CSRD è la richiesta di una certificazione di garanzia sulle dichiarazioni. Le imprese interessate dalla norma saranno infatti tenute a far revisionare i propri report di sostenibilità da società di revisione, che di fatto fungeranno da garante per la Commissione Europea sulla veridicità di quanto dichiarato.

## Capitolo 2

### Environmental, Social and Governance

#### 2.1 I fattori ESG

L'acronimo ESG viene alla luce nel 2004, nel rapporto dell'ONU *Global Compact Initiative* (UN, 2004) "*Who cares wins*", per riassumere su cosa dovesse orbitare la finanza degli anni a venire.

I fattori costituenti l'acronimo vennero individuati come fondamentali per far sì che finanza e investimenti fossero orientati verso una maggiore sostenibilità.

Dal 2004 in poi, l'acronimo è stato ripreso ancora dall'ONU nella rendicontazione dei *Principi di Investimento Responsabile (PRI)* e dell'*Agenda 2030*, nonché recepito dai principali fondi d'investimento e dalle agenzie di rating, fino ad arrivare al giorno d'oggi in cui è integrato dalla maggior parte delle grandi organizzazioni ed è ampiamente conosciuto anche tra i non addetti ai lavori.

Sostanzialmente si può pensare all'ESG come un quadro di analisi per misurare e quantificare il grado di sostenibilità di un'organizzazione.

Il fattore *Environmental* valuta l'impatto sull'ambiente e sul clima, come il livello di emissioni di CO<sub>2</sub> rilasciate (*carbon footprint*), l'efficienza energetica, lo smaltimento dei rifiuti, l'utilizzo delle risorse naturali, sia direttamente dall'organizzazione, sia lungo tutta la sua catena di valore, etc. Include anche la comprensione del rischio ambientale e del rischio normativo correlato. La tematica del rischio è centrale per gli stakeholder, in quanto sottovalutare o non adottare misure adeguate ad attenuare l'impatto ambientale delle *operations* aziendali può portare a danni reputazionali, controversie, sanzioni e procedimenti penali che possono minare la redditività o la solvibilità.

Il fattore *Social* prende in considerazione le modalità con cui un'organizzazione tratta il capitale umano e, in generale, la società. Il focus di valutazione si sposta

sulla capacità di creare valore per tutti gli stakeholders, non solo gli azionisti. Tale *pillar* include le politiche di equità di genere, di inclusione, di tutela per le minoranze, le relazioni con le comunità globali e locali, il rispetto dei diritti umani, le relazioni con i dipendenti, la sicurezza del posto di lavoro, etc.

Il fattore *Governance* esamina il controllo aziendale, come l'impresa viene guidata nelle sue relazioni interne ed esterne. Lato interno, si focalizza sulle politiche di gestione del governo societario, sulla composizione del Consiglio di Amministrazione (CdA), sulla contabilità aziendale, le strategie finanziarie. Lato esterno si analizza la trasparenza fiscale, le pratiche anticoncorrenziali e i rapporti in toto che l'impresa intrattiene con il legislatore.

Riassumendo, l'ESG valuta come l'organizzazione si interfaccia rispettivamente con l'ambiente, con le persone e con sé stessa.

L'ESG non è il primo tentativo di sostenibilità da parte delle imprese. È di fatto il discendente dell'EHS (*Environmental Health Security*) e della CSR (*Corporate Social Responsibility*). I due precedenti criteri, tuttavia, attirarono meno sostenitori in quanto aventi più un approccio filantropico, secondo il quale le imprese avrebbero dovuto essere maggiormente responsabili in quanto fosse la cosa giusta da fare. La "rivoluzione" dell'ESG è stata quella di essere maggiormente persuasivi agli occhi degli investitori, tramite il suo focus sulle minacce e sulle opportunità relative all'ambito sostenibilità, mantenendo quindi un diretto riscontro finanziario. Infatti, solo dopo l'avvento dell'ESG si ha avuto un boom di mercato con conseguente nascita di rating e fondi d'investimento dedicati, titoli green, normativa ad hoc.

## 2.2 Principi di rendicontazione – Il bilancio di sostenibilità

Il bilancio di sostenibilità è un documento informativo finalizzato a comunicare agli stakeholder circa i risultati in ambito ambientale, sociale e di governance dell'impresa.

Non è sostitutivo al bilancio d'esercizio, rappresentante la situazione patrimoniale societaria a fine anno, bensì lo affianca e lo arricchisce, fornendo uno spaccato di come l'impresa riesca a perseguire i propri obiettivi economici in rispetto dei criteri ESG.

L'Unione Europea lo definisce come *“L'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate”* (Libro verde della Commissione – 2001).

Allo stesso modo, la definizione del Ministro degli Interni Italiano è *“Il Bilancio Sociale è l'esito di un processo con cui l'amministrazione rende conto delle scelte, delle attività, dei risultati e dell'impiego di risorse in un dato periodo, in modo da consentire ai cittadini e ai diversi interlocutori di conoscere e formulare un proprio giudizio su come l'amministrazione interpreta e realizza la sua missione istituzionale e il suo mandato”*.

Si nota come il legislatore inviti imprese, enti pubblici, associazioni, ad avere un occhio di riguardo non solo per gli aspetti finanziari e contabili, oggetto principale della loro attività, ma anche per i risultati sociali e ambientali. Ciò che richiede dunque, in primo luogo, un'assunzione di responsabilità. E, in secondo luogo, una comunicazione trasparente verso tutti i portatori d'interesse.

A tal proposito, assume particolare importanza la redazione del bilancio di sostenibilità. Essendo rivolto ad un'ampia platea eterogenea di stakeholder - quali investitori, fornitori, ma anche consumatori, dipendenti e media - ha un taglio comunicativo meno tecnico e più narrativo, di modo da poter essere fruibile anche dai non esperti del settore. Solitamente il documento si presenta in maniera accattivante e coinvolgente, con un registro linguistico molto comprensibile. Tale

semplicità è però esclusivamente nella forma: è fondamentale, infatti, non venire meno alla necessità di consistenza, accuratezza e completezza dei dati forniti.

Per una corretta redazione, si può fare riferimento a diversi standard riconosciuti a livello internazionale. I più diffusi dei quali, sono quelli forniti dalla Global Reporting Initiative (GRI).

Nella fattispecie, il framework GRI Sustainability Reporting Standard (GRI Standards), prevede una struttura modulare così costituita:

- Universal Standard (GRI 1, GRI 2, GRI 3): sono obbligatori per chiunque decida di rendicontare seguendo lo standard GRI;
- Sector Standard: specifici per ogni settore industriale;
- Topic Standard (GRI 200, GRI 300, GRI 400): riportano aspetti specifici relativi ai temi materiali

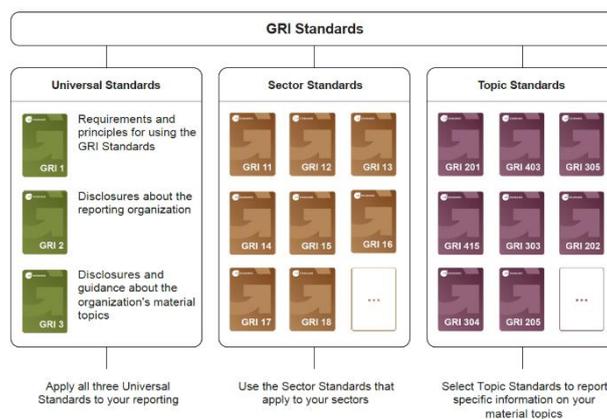


Figura 5 - Standard GRI

GRI gode di diffusa credibilità a livello internazionale ed ha dimostrato nel tempo di riuscire a fornire linee guida affidabili, al passo con i tempi e globalmente condivise. Tutti ingredienti fondamentali per qualunque impresa abbia intenzione di intraprendere un percorso di certificazione della propria sostenibilità. Come suggerisce GRI stessa, "la redazione di un report redatto in conformità ai GRI Standards fornisce un'immagine completa ed equilibrata dei temi materiali di un'organizzazione e dei relativi impatti e di come tali impatti vengono gestiti".

Secondo GRI, la redazione del bilancio di sostenibilità deve seguire i seguenti principi:

- Accuratezza;
- Equilibrio;
- Chiarezza;
- Comparabilità;
- Completezza;
- Contesto di sostenibilità;
- Tempestività;
- Verificabilità.

Per ognuno di questi principi, GRI fornisce alle imprese una spiegazione di cosa si intende nello specifico e illustra le linee guida sul come archiviare la richiesta.

Una volta che l'impresa si autodichiara tramite bilancio di sostenibilità, può richiederne la certificazione o a società terze di revisione o a GRI stessa.

Non tutte le imprese sono obbligate a presentare il Bilancio di Sostenibilità. Infatti, secondo la direttiva europea 2014/95/UE, recepita dal d.lgs. n.2016/254, esso è obbligatorio esclusivamente per le imprese quotate e del settore bancario-assicurativo di grandi dimensioni, ovvero rientrante in uno dei seguenti parametri:

- Numero dipendenti superiore a 500;
- Fatturato superiore a 40 milioni di euro annui;
- Totale attivo nello Stato Patrimoniale superiore a 20 milioni di euro.

Rimane dunque facoltativo per tutte le altre società, non rientranti in tali confini.

Le informazioni da pubblicare sono relative a:

- questioni ambientali;
- questioni sociali e trattamento dei dipendenti;
- rispetto dei diritti umani;
- lotta alla corruzione;

- diversità nei consigli di amministrazione (in termini di età, genere, percorso formativo e professionale).

Si nota espressamente come sia obiettivo dichiarato dell'Unione Europea rendere il più possibile trasparente l'operato dei più grandi player sul mercato comunitario.

Redigere un bilancio di sostenibilità, conseguenza e dimostrazione degli impegni presi dall'impresa in ambito ESG, oltre ad avere spillover positivi per la società è nell'interesse dell'impresa stessa (*self interest*). Sia l'intraprendere un comportamento virtuoso in ambito ambientale, sociale e di governance, sia il comunicarlo all'esterno, generano infatti una serie di vantaggi dal punto di vista strategico aziendale. Si elencano, quelli stilati dall'*International Association for Sustainable Economy (IASE)*.

1. Compatibilità con la realtà che sta affrontando il pianeta: avere una strategia sostenibile che incorpori i criteri ESG, consente all'impresa di rispettare i principi di sviluppo sostenibile diramati dalle Nazioni Unite e dalle maggiori organizzazioni mondiali.
2. Ritorni sull'investimento maggiori: si nota come i ritorni dei fondi che investono in società rispettanti criteri ESG siano stati più alti rispetto alle controparti. Si stima, inoltre, che tale divario andrà ad acuirsi con il passare degli anni ed il contestuale, purtroppo, peggioramento delle condizioni climatiche mondiali. Ad avvalorare tale realtà, IASE cita più di 2000 studi accademici dimostranti che, in oltre il 70% dei casi, sussista un'elevata correlazione tra maggiore sostenibilità aziendale e migliori risultati finanziari. A tal proposito, le preferenze dei maggiori fondi di investimento ricadono sempre più verso portafogli includenti società più sostenibili; al contrario si nota come le imprese non aventi una chiara politica ESG a lungo termine faticino ad avere accesso al credito e alla liquidità e stiano subendo un contestuale deprezzamento sul mercato, in quanto è più

difficile trovare investitori pubblici e privati interessati a mantenerle in portafoglio.

3. Struttura di capitale più efficiente: gli enti che hanno incorporato metriche ESG nella gestione dei propri processi e in particolare nella riduzione della propria impronta di carbonio, possono accedere a fonti di finanziamento migliori e più economiche di quelle imprese che continuano a gestire le proprie risorse in modo tradizionale.
4. Riduzione dei costi operativi e di produzione: una strategia commerciale a lungo termine che incorpora criteri ESG contribuisce a ridurre i costi operativi e di produzione, come i costi energetici, i costi di trattamento delle acque, i costi di trattamento dei rifiuti, i costi di inquinamento, ecc.; ciò si traduce chiaramente in un miglioramento dei margini operativi dell'organizzazione.
5. Miglioramento della governance: incorporare processi decisionali che tengono conto di tutti gli stakeholders coinvolti (azionisti, clienti, dipendenti, fornitori, etc.) permette una migliore gestione dell'impresa ed un contestuale aumento delle performance sul mercato.
6. Cultura organizzativa più responsabile: le organizzazioni che introducono politiche di sensibilizzazione attraverso progetti di formazione sull'importanza dell'ESG iniziano a scoprire di avere prestazioni aziendali migliori rispetto a quelle che non lo fanno. Si tratta, infatti, di un cambiamento di mentalità che contribuisce in modo decisivo al completo allineamento dell'istituzione ai criteri ambientali, sociali e di governance.
7. Miglioramento delle opportunità di lavoro all'interno dell'organizzazione: una adeguata politica interna volta alle parità, specie quella di genere, rende l'impresa molto più attrattiva sul mercato del lavoro.
8. Migliore equilibrio tra vita professionale e vita privata dei dipendenti: le organizzazioni che incorporano criteri ESG consentono un migliore equilibrio tra esigenze lavorative e familiari attraverso orari più compatibili e/o l'integrazione del telelavoro. Tutto ciò si traduce in un

ambiente di lavoro migliore per l'intera organizzazione e contribuisce a un livello di motivazione più elevato rispetto alle organizzazioni che non integrano questo tipo di politica del personale.

9. Preparazione dell'impresa ad essere in grado di soddisfare i requisiti normativi: la pressione normativa da parte degli organi di controllo internazionali e nazionali è in aumento negli ultimi anni ed il trend sarà ancora in fase crescente per gli anni futuri. Si richiede e si richiederà sempre più alle imprese di dimostrare come queste incorporino i criteri di sostenibilità, sociali e di governance sia nella loro strategia aziendale che nelle loro operazioni quotidiane. A tal proposito, le organizzazioni non rispettanti le nuove normative potrebbero essere penalizzate, oltre tramite le già citate difficoltà ad accedere al credito, più direttamente con sanzioni dalle autorità competenti, con conseguente ulteriore danno reputazionale.
10. Migliore percezione dell'immagine aziendale sul mercato: attualmente, c'è una tendenza dei consumatori a richiedere prodotti e servizi da aziende che soddisfano i criteri ESG. Questa tendenza aumenterà nei prossimi anni. Pertanto, solo le organizzazioni che hanno incorporato tali criteri nel loro DNA avranno un vantaggio competitivo in un mercato globale sempre più competitivo.

## **2.3 ESG Rating**

Un rating ESG è una certificazione attestante le performance di un'organizzazione appunto in ambito ESG. È rilasciato dalle maggiori società di rating "classiche", solitamente certificanti le performance finanziarie. Tuttavia, a differenza dei rating classici, non gode di una metodologia comune di definizione. I rating finanziari, infatti, basandosi su metriche quantitative e ampiamente diffuse, collimano per la maggior parte degli aspetti ed è rarissimo trovare che la stessa organizzazione sia

valutata ottimamente da una società di rating e totalmente fallace da un'altra. Cosa che invece può accadere per i rating ESG (si rimanda al paragrafo 3.2.1). Come si evince dai paragrafi immediatamente successivi, le metodologie di definizione sono molto diverse tra una società e le metriche su cui si basano non sono omogenee. Inoltre, a differenza della valutazione finanziaria, spesso sono anche qualitative, quindi fortemente influenzate a seconda di chi le calcola. Tale mancanza di consistenza in alcuni casi porta a risultati che possono anche divergere molto tra loro.

### **2.3.1 MSCI ESG Rating**

La *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* fa la parte del gigante nel mondo dei rating ESG, con più di 8500 organizzazioni certificate in tutto il globo. Il tasso di copertura ovviamente varia a seconda della regione e del settore industriale di riferimento, ma si consideri ad esempio che, nell'ambito delle *utilities*, il 100% delle imprese operanti in Europa ha ricevuto un rating ESG dall'azienda americana.

Trattasi di una delle certificazioni più meticolose e articolate dell'ambito, in quanto basata su circa 300 metriche, suddivise in sette categorie: metriche generali, profilo di rischio, impatto del business, allineamento nei valori, allineamento con i *Sustainable Development Goals (SDGs)*, metriche relative al cambiamento climatico e metriche relative alle direttive europee di finanza sostenibile.

Il processo di certificazione parte da una vastissima mole di dati, che negli archivi di Morgan Stanley, operante nel settore degli investimenti da più di 20 anni, certo non mancano. I dati vengono divisi in due categorie, ovvero l'esposizione dell'impresa alle problematiche ESG e la capacità che ha l'impresa di far fronte e gestire correttamente tali problematiche. La prima categoria fa riferimento alle caratteristiche del business aziendale e a quelle geografiche e comprende circa 80 metriche. La seconda categoria si focalizza su circa 270 metriche relative alla policy aziendale, alla corporate governance e alla performance presente e passata.

Successivamente le metriche sono clusterizzate in 35 fattori chiave (*key issue*). La selezione e il peso relativo di ogni fattore è aggiornato di anno in anno a seconda delle tendenze del mercato e direzioni normative.

Dalla media pesata dei vari fattori si ottiene una scala in decimi (0 punteggio più basso, 10 punteggio più alto), la *ESG Quality Score*, poi convertita nella scala del rating, in settimi (da CCC punteggio più basso ad AAA punteggio più alto), che definisce il profilo ESG dell'organizzazione valutata. Vedi tabella 1.

Fund ESG Quality Score	Fund ESG Rating		Significato
8.571-10.0	<b>AAA</b>	Leader	Gestione forte o in miglioramento delle questioni ESG finanziariamente rilevanti. Queste aziende possono essere più resistenti alle interruzioni derivanti da eventi ESG
7.143-8.571*	<b>AA</b>		
5.714-7.143	<b>A</b>	Average	Gestione nella media o mix di performance sopra la media e sotto la media.
4.286-5.714	<b>BBB</b>		
2.857-4.286	<b>BB</b>		
1.429-2.857	<b>B</b>	Laggard	Gestione non adeguata dei rischi ESG da affrontare o in peggioramento. Vulnerabilità alle perturbazioni derivanti da eventi ESG.
0.0-1.429	<b>CCC</b>		

Tabella 1 - Conversione ESG Quality Score - ESG Rating e Significato (MSCI)

Oltre alla copertura di una moltitudine di aspetti, uno dei motivi per cui il rating di MSCI risulta essere tra i più utilizzati, soprattutto per le organizzazioni quotate in borsa è la frequenza di aggiornamento del rating, che avviene con cadenza settimanale. Il rating fornito da questa società, infatti, non va ad essere una fotografia di uno specifico momento, bensì un'indicazione in continuo divenire, costantemente aggiornata, oltre che con i dati di mercato e normativi, come citato prima, anche con l'impatto in tempo quasi reale di eventuali controversie, fusioni, acquisizioni, annunci societari, eventi macroeconomici.

### 2.3.2 Morningstar Sustainability Rating

Altro rating estremamente celebre in ambito ESG è quello rilasciato da Morningstar, società americana fornitrice di servizi finanziari. Come nel caso di MSCI, anche tale rating può essere attribuito sia ad organizzazioni che a Stati. A cambiare però è la metodologia di valutazione, che diverge totalmente da quella prima descritta.

Il rating fornito da Morningstar, più nello specifico da una società sussidiaria, Sustainalytics, pone al centro della valutazione un unico grande aspetto: il rischio ESG.

L'analisi di un'organizzazione parte proprio dal livello di esposizione al rischio ESG. Dopodiché suddivide tale valore in due categorie: il rischio gestibile (*manageable risk*) e il rischio non gestibile (*unmanageable risk*), andando a discernere ciò che è di fatto dipendente e ciò che è totalmente indipendente dall'impresa. Al che, del rischio gestibile si quantifica quanto è effettivamente gestito dall'impresa (*managed risk*). La differenza tra il rischio gestibile e il rischio gestito restituisce il *management gap*, ovvero il divario tra quanto l'impresa potrebbe fare e quanto effettivamente fa in ottica di incorporazione del rischio ESG. In ultimo, sommando il *management gap* con il rischio non gestibile si ottiene il rischio non gestito (*unmanaged risk*). Vedi figura 6.

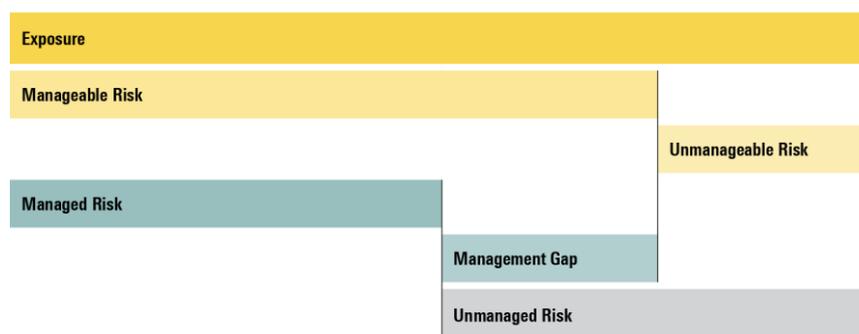


Figura 6 - Categorizzazione del rischio secondo la metodologia Morningstar

Sulla base dei punteggi di rischio non gestito, le organizzazioni sono assegnate a una delle cinque categorie di rischio ESG: trascurabile, basso, medio, alto e grave.

La scala di riferimento è in centesimi e i punteggi superiori a 40 sono sintomo di severo rischio ESG.

A tale valutazione, relativa agli ultimi dati a disposizione, si aggiunge anche una baseline temporale, in cui si tiene conto delle informazioni relative ai 12 mesi precedenti. A questo punto si ottiene un primo rating intermedio, il *Corporate Sustainability Rating*, riguardante la componente societaria, espresso in una scala da 1 a 5 “globi”.

Dopo di che si valuta la componente governativa, ovvero si attribuisce un rating al Paese (o ai Paesi) in cui l’organizzazione opera. Nello specifico, si utilizzano i dati forniti dalla World Bank per misurare la vulnerabilità di un Paese rispetto ai rischi ESG. Il processo di valutazione è il medesimo di quello aziendale (stesse scale di riferimento, inclusione delle serie temporali) e l’output di tale analisi è il *Sovereign Sustainability Rating*, espresso a sua volta nella scala in “globi”.

Ultimo passaggio è il calcolo della media ponderata dei due rating intermedi (vedi formula), da cui si ottiene il *Morningstar Sustainability Rating*.

$$\text{Morningstar Sustainability Rating} = (\text{Corporate Sustainability Rating} * \text{Corporate Contribution Percent}) + (\text{Sovereign Sustainability Rating} * \text{Sovereign Contribution Percent})$$

Il valore risultante viene arrotondato al numero intero più vicino ed è equivalente al numero di globi che un fondo riceve (vedi figura 7). I rating di sostenibilità più elevati rappresentano un rischio ESG inferiore rispetto al gruppo di pari di un fondo.

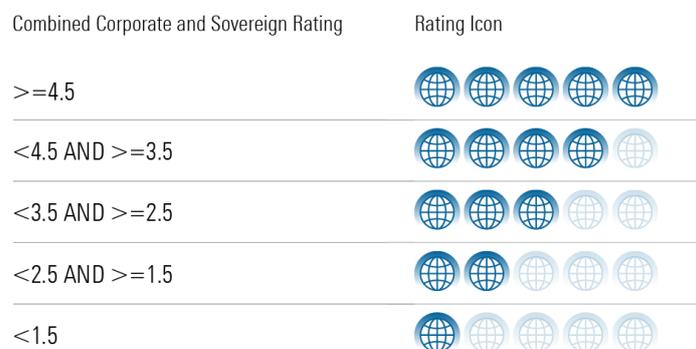


Figura 7 - Rating score Morningstar

### 2.3.3 Refinitiv ESG Score

Il rating ESG fornito da Refinitiv, società di servizi finanziari del gruppo LSEG (*London Stock Exchange Group*), è tra i più complessi dal punto di vista della metodologia di calcolo, oltre ad essere uno dei più completi. Inoltre, è anche uno dei più utilizzati, con una copertura di oltre l'85% della capitalizzazione del mercato globale, con 12500 società valutate, sia del settore pubblico, sia del privato.

La metrica si basa su un pool di oltre 630 indicatori ESG. Tra questi, mediamente ne rimangono tra i 70 e i 170 che effettivamente rientrano nel computo del rating, in quanto ogni indicatore deve superare due soglie affinché sia considerato valido. La prima soglia è relativa alla rilevanza nel settore industriale, non essendo tutti gli indicatori adatti ad ogni contesto. La seconda soglia riguarda la trasparenza, ovvero il grado di informazione che è raggiungibile da chi analizza; alcuni dati non sono reperibili in nessun modo, altri sono ambigui e per tutti questi casi la metrica viene scartata.

Gli indicatori che superano il setaccio iniziale vengono classificati per i tre fattori costituenti l'ESG e a loro volta divisi, in un totale di dieci categorie (vedi figura 8).



Figura 8 – Categorizzazione fattori ESG Refinitiv

Ogni indicatore viene successivamente pesato a seconda del settore industriale di riferimento. La media ponderata degli indicatori e il loro peso definiscono l'ESG overall score dell'organizzazione valutata.

Dopo di che si calcola l'*ESGC score*, ovvero un punteggio relativo alle controversie ESG a cui l'organizzazione ha dovuto far fronte, basato su 23 indicatori. La procedura di calcolo è la medesima dello score precedente, ovvero è il risultato della media ponderata tra i risultati degli indicatori e il peso nel settore di riferimento.

Una volta depurato l'*ESG overall score* con l'*ESGC score*, si ottiene un punteggio percentuale che, appositamente convertito, restituisce il *rating ESG*, presentato in una scala alfabetica avente D- come punteggio più basso – sintomo di una pessima performance in ambito ESG – e A+ come punteggio più alto – per le aziende più virtuose (vedi figura 9).

Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.0833333	D -	'D' score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.0833333 < score <= 0.1666666	D	
0.1666666 < score <= 0.2500000	D +	
0.2500000 < score <= 0.3333333	C -	'C' score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.3333333 < score <= 0.4166666	C	
0.4166666 < score <= 0.5000000	C +	
0.5000000 < score <= 0.5833333	B -	'B' score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.5833333 < score <= 0.6666666	B	
0.6666666 < score <= 0.7500000	B +	
0.7500000 < score <= 0.8333333	A -	'A' score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.8333333 < score <= 0.9166666	A	
0.9166666 < score <= 1	A +	

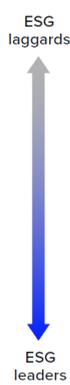


Figura 9 - Tabella di conversione score ESG Refinitiv

## 2.4 Strategie EUROSIF per l'investimento sostenibile

Fondata nel 2001 con il benestare della Commissione Europea, l'EUROSIF (*European Sustainable and Responsible Investment Forum*) è un'associazione attiva nel campo della finanza sostenibile, avente lo scopo di promuovere e sviluppare l'investimento socialmente responsabile.

Nel 2012 ha redatto le *strategie per l'investimento sostenibile*, un vademecum di sette metodologie volta a tutti gli investitori socialmente responsabili nelle loro scelte di allocazione del capitale.

1. *ESG Integration*. L'inclusione esplicita, da parte degli asset manager, dei rischi e delle opportunità ESG nelle analisi finanziarie tradizionali, nel processo sistematico di decisione dell'investimento e nella relativa ricerca delle fonti. Come anticipato, i criteri ESG riguardano:

- **Environmental**: le questioni ambientali riguardano qualsiasi aspetto dell'attività di un'azienda che influisce sull'ambiente, sia in modo positivo sia in modo negativo. Gli esempi includono le emissioni di gas serra, l'energia rinnovabile, l'efficienza energetica, l'esaurimento delle risorse, l'inquinamento chimico, la gestione dei rifiuti, la gestione delle acque, l'impatto sulla biodiversità, ecc.
- **Social**: le questioni sociali spaziano da aspetti legati alla comunità, come il miglioramento della salute e dell'istruzione, a questioni legate al posto di lavoro, tra cui il rispetto dei diritti umani, la non discriminazione e l'impegno delle parti interessate. Gli esempi includono le norme sul lavoro (sia interno dell'azienda stessa, sia lungo la catena di approvvigionamento), le relazioni con le comunità locali, la gestione dei talenti, le pratiche commerciali controverse, gli standard sanitari, la libertà di associazione, ecc.
- **Governance**: tematiche riguardanti la qualità della gestione aziendale, la cultura, il profilo di rischio e altre caratteristiche. Include la responsabilità del consiglio e la loro dedizione verso la gestione strategica delle prestazioni sociali e ambientali. Inoltre, pone l'accento su principi quali la trasparenza delle relazioni e la realizzazione dei compiti di gestione in un modo essenzialmente privo di abusi e corruzione. Gli esempi includono questioni di governo societario (remunerazione dei dirigenti, diritti degli

azionisti, struttura del consiglio di amministrazione), corruzione, dialogo con le parti interessate, attività di lobbying, ecc.

2. *Best-in-class / Positive screening*. Approccio secondo il quale gli investimenti migliori o più performanti all'interno di un universo, categoria o classe sono selezionati o ponderati in base a criteri ESG. Include il metodo *Best-in-Class*, *Best-in-universe* e il *Best-effort*.

- Il Best-in-class presume che tutti i settori industriali siano allo stesso livello, senza escluderne preventivamente nessuno.
- Il Best-in-universe, più stringente, esclude quei settori che hanno intrinsecamente punteggi ESG minori (es. Combustibili fossili o fast-fashion).
- Il Best-effort, di gran lunga meno utilizzato dei due precedenti, premia tutti quelle organizzazioni che abbiano ottenuto i maggiori progressi in ottica di uno sviluppo sostenibile.

3. *Engagement & voting*. Coinvolgimento attivo da parte dell'azionariato dell'azienda che, tramite i propri diritti di voto, cerca, sul lungo termine, di influenzare le decisioni del management dell'impresa verso un comportamento virtuoso in ottica ambientale, sociale e di governance.

Si parla di "soft engagement" quando, specie in contesti di azionariato molto frammentato e diffuso, si cerca più di sensibilizzare chi detiene il controllo dell'azienda piuttosto che orientare concretamente le decisioni societarie. Prende il nome di "hard engagement", invece, se tale influenza viene esercitata da un azionista di maggioranza, avente forte voce in capitolo sulla direzione delle strategie aziendali.

4. *Exclusions / Negative screening*. Tale approccio, anche definito "esclusione etica" o "esclusione basata su valori", estromette dall'universo investibile specifiche società, settori industriali o addirittura paesi, rei di non rispettare determinati requisiti in ambito sostenibilità.

I criteri di esclusione più comuni comprendono enti coinvolti in settori quali armi, pornografia, tabacco, sperimentazione animale.

5. *Impact investing*. Investimenti effettuati in aziende, organizzazioni e fondi con l'intenzione di generare, oltre ad un ritorno finanziario, un impatto sociale e ambientale.

L'impact investing può riguardare tutte le classi di attività (private equity/venture capital, debito e reddito fisso) e cerca di investire capitali in imprese, organizzazioni non profit e fondi in settori quali l'energia rinnovabile, l'edilizia abitativa, la sanità, l'istruzione, la microfinanza e l'agricoltura sostenibile.

A seconda del rendimento atteso dell'investitore, si distinguono i modelli:

- *Finance first*: quando l'investimento ha rendimento atteso pari o superiore a quello di mercato;
- *Impact first*: quando l'investimento ha rendimento atteso inferiore alle aspettative di mercato.

6. *Norms based screening*. Screening degli investimenti secondo la loro conformità agli standard e alle norme internazionali, definiti da enti extragovernativi, come OCSE o ONU.

Come visto, infatti, il rischio normativo ha un forte peso nella definizione del rischio ESG e contestualmente nella valutazione circa la bontà dell'investimento.

7. *Sustainable themed investing*. Come suggerisce il nome, trattasi di una strategia d'investimento mirata a progetti di sviluppo sostenibile, quali l'efficientamento energetico, la dotazione di energie rinnovabili, il miglioramento degli impianti di rilascio dei fumi, l'aumento delle aree verdi, il trasporto a basse emissioni, etc.

## Capitolo 3

### Impatto dell'ESG sull'investimento

Nonostante il prepotente ingresso nel mondo economico, finanziario e del management dei criteri ESG avvenuto negli ultimi anni, in cui si è avuto di fronte un vero e proprio boom, la strada che porta alla sostenibilità degli investimenti sembra ancora lunga.

I benefici apportanti l'integrazione dei criteri ESG nelle proprie scelte di investimento e nella corporate governance aziendale sono numerosi e per la maggior parte trovano riscontro nella letteratura scientifica e nelle ricerche delle principali società di consulenza globali. Tuttavia, la schiera degli scettici è nutrita quasi quanto quella dei sostenitori e tra loro spiccano anche figure illustri nel mondo dell'economia e della finanza.

I paragrafi successivi hanno come obiettivo fare chiarezza su entrambe le posizioni, riportandone i punti salienti e gli studi a supporto di una e dell'altra corrente di pensiero.

## 3.1 Benefici

### 3.1.1 Maggiori possibilità di crescita

Adottare criteri ESG nella visione aziendale permette di apparire positivamente agli occhi delle autorità governative e dei consumatori.

Nell'ottica del legislatore, riscontrare che un'impresa può avere un impatto positivo dal punto di vista pubblico e sociale, aumenta la propensione a concedere licenze e permessi di accesso a nuovi mercati o comunque di operare senza screzi in quelli attuali. Ciò rappresenta un beneficio di sicura importanza per l'impresa in quanto ha la possibilità di non essere limitata nei suoi correnti territori e di affacciarsi ed espandersi in nuovi.

Ma non solo. Avere una buona reputazione non è importante solo per gli occhi del legislatore bensì anche, e forse soprattutto, per la considerazione dei consumatori.

È noto, infatti, che la sensibilità per i temi ambientali e sociali mostra un trend fortemente crescente negli ultimi anni, che non sembra voglia arrestarsi in quelli a venire. Si stima che l'acuirsi dei problemi climatici, con il riproporsi quasi su scala quotidiana di eventi catastrofici non farà altro che incrementare ulteriormente il pool di consumatori attenti ai temi di sostenibilità, abbattendo progressivamente lo scetticismo dei più reticenti.

Secondo uno studio condotto da McKinsey su un campione di consumatori di varie categorie, tra cui elettronica, automotive e edilizia, il 70% degli intervistati sarebbe disposto a pagare il prodotto desiderato fino al 5% in più, se questo fosse certificato come sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale, rispetto ad uno non certificato. Ciò si tradurrebbe per l'azienda in un incremento dei ricavi (in inglese, "*top-line growth*"); si avrebbe quindi non solo un miglioramento dal punto di vista meramente reputazionale dell'azienda, che avrebbe una buona immagine agli occhi dei propri clienti, bensì anche un effettivo aumento del margine operativo lordo.

### 3.1.2 Riduzione del costo del capitale

Introdurre criteri ESG può avere un forte impatto sul costo del capitale, che risulta essere più basso.

Secondo la teoria del Capital Asset Model Pricing (CAPM), il costo del capitale è calcolato come:

$$WACC = k_E * \%E + k_D * \%D * (1 - \tau)$$

Sorvolando sulla leva finanziaria – le percentuali di Debito ed Capitale proprio (rispettivamente D ed E) – e sul termine  $(1 - \tau)$  relativo ai benefici dello scudo fiscale derivante dall'assunzione di debito, i termini  $k_E$  e  $k_D$  indicano rispettivamente il costo dell'equity e il costo del debito a cui deve far fronte l'impresa.

Analizzando con un ulteriore grado di dettaglio, è possibile scomporre il costo dell'equity come:

$$k_E = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Dove  $r_f$  è il rendimento dei titoli risk free (solitamente si prende come riferimento il rendimento di bond decennali di economie solide come quella statunitense o tedesca), e  $\beta * (r_m - r_f)$  è il market risk premium, ovvero il rendimento aggiuntivo che comporta investire nell'azienda rispetto al suddetto bond privo di rischio. Il market risk premium è composto dal termine  $\beta$  che indica la rischiosità del titolo (in questo caso l'impresa) rispetto al mercato e il delta tra il rendimento atteso del mercato di riferimento (dipende dal Paese in cui opera l'azienda) e il tasso privo di rischio.

La differenza tra due competitor simili, uno integrante criteri ESG e l'altro no, è da ricercare proprio nel  $\beta$ . Infatti, la prima impresa sarà percepita come meno rischiosa dagli investitori, che richiederanno un rendimento minore, ergo un costo dell'equity inferiore e contestualmente un costo del capitale inferiore.

Tale percezione positiva in termini di rischiosità è anche riflessa sul costo del debito. Quest'ultimo può essere espresso come:

$$k_D = r_f + \text{credit spread}$$

Dove, come prima,  $r_f$  indica il rendimento atteso di un titolo risk free, mentre il credit spread dipende dallo score di rischio aziendale. Tanto maggiore è questo score, tanto più il titolo (o l'impresa) sarà considerata rischiosa da chi concede credito, tanto più sarà costoso il tasso che l'impresa dovrà pagare sul debito che le viene concesso.

### 3.1.3 Riduzione del rischio legislativo

Tra le componenti costituenti quello che rientra sotto il grande cappello di rischio ESG, una delle più importanti è sicuramente quello definito in inglese "*regulatory risk*", ovvero il rischio derivante dal cambiamento del quadro legislativo nel mercato in cui si opera.

Come anticipato nel Paragrafo 1, mettersi in buona luce agli occhi degli enti governativi e normativi è fondamentale per avere maggior margine di manovra sul mercato. Ma gli aspetti positivi non terminano qui.

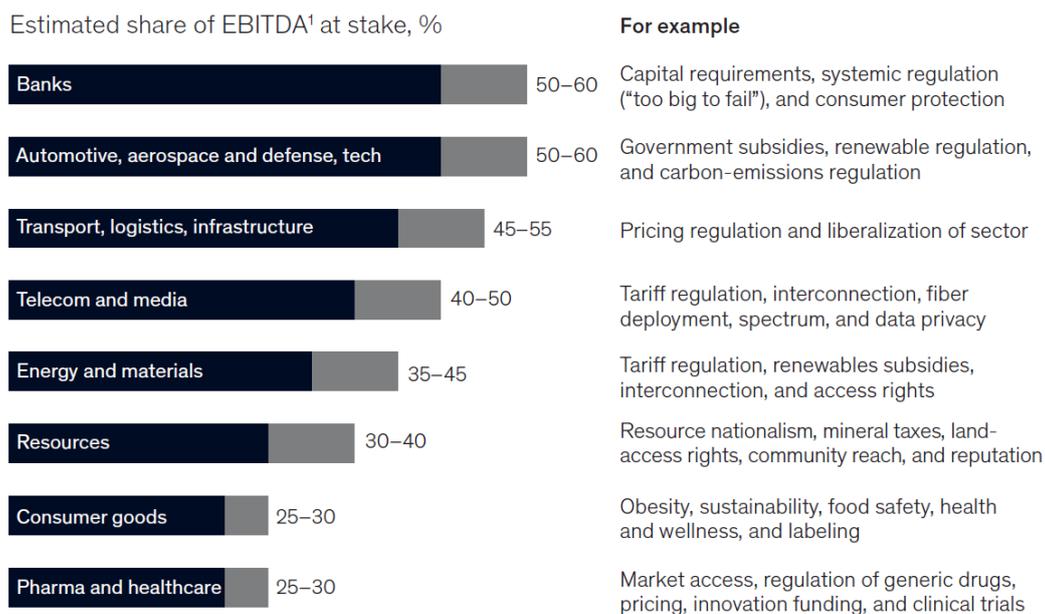
Un improvviso cambio normativo avverso può, infatti, andare ad intaccare una grossa fetta di profitto dell'azienda.

Si pensi a titolo di esempio, alla recente introduzione del CBAM (*Carbon Border Adjustment Mechanism*) da parte dell'Unione Europea. Tale norma, che entrerà in vigore da ottobre 2023, le imprese importatrici operanti in settori particolarmente inquinanti – come l'acciaio, il cemento, l'energia elettrica, l'alluminio, i fertilizzanti, l'idrogeno – dovranno pagare una tassa qualora volessero vendere in Paesi dell'Unione. Lo scopo di tale dazio è di proteggere le imprese europee, su cui gravano i costi dei forti requisiti ambientali imposti dall'UE, dalla concorrenza sleale delle imprese operanti in Paesi dove tali requisiti sono meno stringenti.

Come si evince, un drastico intervento normativo, di portata simile a quello dell'esempio appena citato, può ledere fortemente l'azienda.

A riprova di ciò, si riportano i risultati di uno studio di McKinsey, che stima la percentuale di EBITDA soggetta a rischio legislativo. Si nota come in base alle caratteristiche intrinseche del settore, le percentuali stimate varino, ma restando comunque particolarmente preoccupanti (vedi figura 10).

**In many industries, a large share of corporate profits are at stake from external engagement.**



<sup>1</sup>Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

Figura 10 - Quota parte di EBITDA soggetta a rischio legislativo (in termini percentuali)

Si noti come il valore in gioco può essere molto alto. Da tale studio risulta infatti come almeno un terzo dei profitti aziendali sia esposto al rischio di un intervento normativo. Rischio che sale per settori ad alto impatto ambientale come quello della logistica e dei trasporti. Si pensi, per esempio, al recente divieto di vendita di mezzi di trasporto con motore a combustione a partire dal 2035, ratificato dall'Unione Europea. Per le imprese operanti nel settore automotive, quanto più si sarà prossimi a quella data, tanto più sarà importante segnalare al mercato che si saranno intraprese strategie atte alla produzione di motori privi di emissioni di CO2, altrimenti nessun investitore vorrà investire in un'impresa che potrebbe smettere la propria produzione non appena il divieto entrerà in vigore.

### **3.1.4 Aumento della produttività degli impiegati**

In questo caso si fa maggiormente leva sugli aspetti di Social, e in parte anche Governance, del macro-mondo ESG.

Come anticipato, l'aspetto "Social" include le relazioni che ha l'impresa con i propri lavoratori. Diversi studi dimostrano come garantire un ambiente lavorativo sereno, stimolante e inclusivo, faccia performare meglio i propri dipendenti. Nella pratica, ciò è traducibile con bonus aziendali (sia legati al raggiungimento di determinati obiettivi, sia garantiti a tutti i dipendenti), flessibilità dell'orario lavorativo (si pensi a quelle aziende che permettono la settimana breve, come recentemente testato da Intesa Sanpaolo), possibilità di smartworking, congedi parentali, congedi studio, assistenza sanitaria, eccetera. Tutte queste piccole concessioni, se da un lato possono sembrare un costo per l'azienda, dall'altro si è dimostrato sul campo come siano virtuosi in termini di maggiore produttività da parte dei dipendenti, minore assenteismo e, in ultimo, da non sottovalutare, sotto l'aspetto reputazionale.

Un altro fattore riscontrato è l'ascolto verso il lavoratore. Somministrare questionari relativi al welfare aziendale e ricevere feedback sulle idee di miglioramento da parte dei dipendenti, fa in modo che questi ultimi si sentano tenuti in considerazione, ascoltati, con, anche in questo caso, certo beneficio in termini di partecipazione e performance.

In ultimo, da non sottovalutare l'aspetto ambientale. La crescente sensibilità per tutto ciò che è green, influenza non solo i consumatori, bensì anche i propri dipendenti. Essere consci di lavorare per un'impresa attenta alle tematiche ambientali, o che addirittura crea spillover diretti a favore della lotta al cambiamento climatico, può essere motivo maggiore impegno da parte dei lavoratori.

### 3.1.5 Ottimizzazione degli investimenti

Ribadendo per l'ennesima volta il cambio di sensibilità in ambito sostenibilità, dal punto di vista dei legislatori e dei consumatori, investire in assets green può essere una scelta dall'alta redditività sul lungo periodo. Si consideri come esempio, una qualsiasi azienda produttiva che deve effettuare un investimento sul proprio impianto energetico. Magari sul breve periodo potrebbe risultare meno costoso dotarsi di impianti alimentati a gasolio, molto inquinanti, ma sul lungo periodo puntare su energie rinnovabili, non solo potrebbe essere più profittevole ma magari anche la scelta obbligata per vincoli legislativi. In tale scenario, un investimento in combustibili fossili, potrebbe essere addirittura inutilizzabile ed il risparmio iniziale verrebbe di fatto annullato.

Se spostiamo il focus invece sugli investimenti in titoli, si nota come gli investimenti in titoli green abbiano sistematicamente battuto i loro cloni non green dal punto di vista dei rendimenti sul mercato. Nel paper *"Dissecting Green Returns"*, Pastor et al. riportano a tal proposito il caso dei *"twin"* bonds emessi dal Governo tedesco nel 2020. Trattati di due titoli praticamente identici (medesima *maturity* e rendimento cedolare ed entrambi *zero coupon bond*), uno green e uno no. Fin dal momento dell'emissione, nonostante lo *yield to maturity* del primo fosse inferiore del secondo, i dati hanno dimostrato un rendimento giornaliero maggiore (circa 0,12 bps) da parte del green bond.

Investire green, dunque, conviene non solo per l'ambiente ma anche per l'impresa stessa.

### 3.1.6 Aumento di liquidità

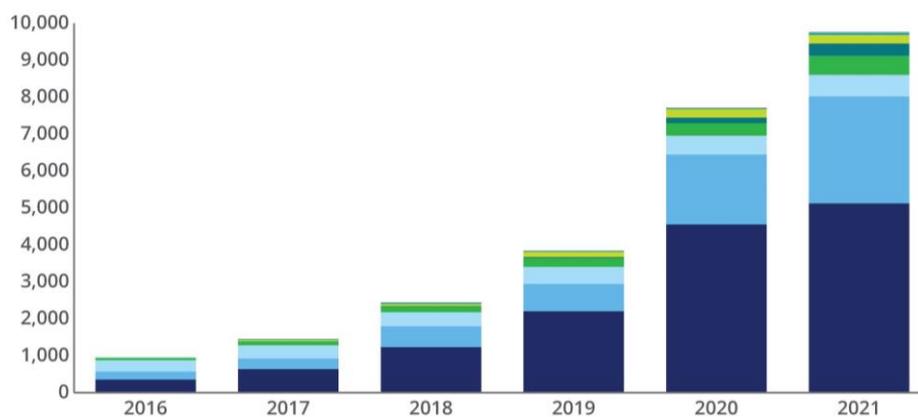
I sopra citati ottimi rendimenti dei titoli green negli ultimi anni hanno dato via ad un circolo virtuoso sul mercato dei titoli, sfociato in un vero e proprio boom. Sempre più enti hanno voluto cavalcare l'onda ed emettere i propri titoli verdi, considerando la forte domanda sul mercato. Il crescente numero di domanda e offerta ha scaturito una conseguente forte liquidità.

Di seguito si riporta il trend di crescita dei fondi di investimento integranti strategie ESG.

#### ESG-aligned funds have seen strong growth across all 13F filings since 2016

Total number of ESG funds in 13F filings

■ General ESG ■ Renewables ■ Water ■ Climate-focused ■ Electric vehicles  
■ Religious values ■ Gender equity ■ Empowerment ■ Impact



Note: 2021 as of September 30, all other years as of December 31.

Source: DCFS analysis of SEC filings.

Deloitte Insights | [deloitte.com/insights](https://deloitte.com/insights)

### 3.1.7 Risultati empirici

Nel paper *“The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination”*, Koundouri et al. analizzano la relazione tra le performance ESG e la valuation aziendale, il rischio e la struttura di capitale, prendendo come riferimento i dati finanziari delle imprese rientranti nello *STOXX Europe ESG Leaders 50 index* (vedi tabella 2). Tale indice, basato sugli indicatori di Sustainalytics (di cui si è trattato nel paragrafo 2.4.2), include le organizzazioni leader per quanto riguarda gli score ESG in Europa. Il fine della ricerca è valutare empiricamente se l’adozione dei criteri ESG aumenti la valutazione aziendale, riduca l’equity risk e renda l’impresa più efficiente nella gestione dei fondi. A tal proposito è stato effettuato un confronto con le aziende dell’*Euro STOXX 50* (tabella 3), indice che comprende le realtà leader dell’eurozona.

Company Name	Sector	Country
ABB	Industrial Good and Services	CH
ADIDAS	Consumer Product and Services	DE
AHOLDDELHAIZE	Personal Care, Drug and Grocery Stores	NL
AIRLIQUIDE	Chemicals	FR
ALLIANZ	Financial Services	DE
ASMLHLDG	Technology	NL
AXA	Financial Services	FR
BASF	Chemicals	DE
BNPPARIBAS	Financial Services	FR
BP	Energy	GB
CIEFINANCIERE RICHEMONT	Consumer Product and Services	CH
DAIMLER	AutomobilesandParts	DE
DANONE	Food, Beverage and Tobacco	FR
DEUTSCHEBOERSE	Financial Services	DE
DEUTSCHEPOST	Industrial Good and Services	DE
DEUTSCHETELEKOM	Telecommunications	DE
DIAGEO	Food, Beverage and Tobacco	GB
ENEL	Utilities	IT
ERICSSONLMB	Telecommunications	SE
GIVAUDAN	Chemicals	CH
GLAXOSMITHKLINE	Health Care	GB
HSBC	Financial Services	GB
IBERDROLA	Utilities	ES

IndustriadeDisenoTextilSA	Retail	ES
INFINEONTECHNOLOGIES	Technology	DE
INGGRP	Financial Services	NL
INTESASANPAOLO	Financial Services	IT
Kering	Retail	FR
KONEB	Industrial Good and Services	FI
L'OREAL	Consumer Product and Services	FR
MUENCHENERRUECK	Financial Services	DE
NESTLE	Food, Beverage and Tobacco	CH
NOVARTIS	Health Care	CH
NOVONORDISKB	Health Care	DK
PERNODRICARD	Food, Beverage and Tobacco	FR
PHILIPS	Health Care	NL
RECKITBENCKISERGRP	Personal Care, Drug and Grocery Stores	GB
RELXPLC	Media	GB
ROCHEHLDGP	Health Care	CH
SANOFI	Health Care	FR
SAP	Technology	DE
SCHNEIDERELECTRIC	Industrial Good and Services	FR
SIEMENS	Industrial Good and Services	DE
SIKA	Construction and Materials	CH
TOTALENERGIES	Energy	FR
UBSGROUP	Financial Services	CH
UNILEVERPLC	Personal Care, Drug and Grocery Stores	GB
VODAFONEGRP	Telecommunications	GB
VonoviaSE	RealEstate	DE
ZURICHINSURANCEGROUP	Financial Services	CH

Tabella 2 - Campione società STOXX Europe ESG Leader 50 index

Company Name	Sector	Country
ADYEN	Industrial Good and Services	NL
AIRBUS	Industrial Good and Services	FR
AMADEUSITGROUP	Technology	ES
ANHEUSER-BUSCHINBEV	Food, Beverage and Tobacco	BE
BAYER	Health Care	DE
BCOSANTANDER	Financial Services	ES
BMW	AutomobilesandParts	DE
CRH	Construction and Materials	IE
ENGIE	Utilities	FR
ENI	Energy	IT
ESSILORLUXOTTICA	Health Care	FR
FLUTTERENTERTAINMENT	TravelandLeisure	IE
LINDE	Chemicals	DE
LVMHMOETHENNESSY	Consumer Product and Services	FR

Prosus	Technology	NL
SAFRAN	Industrial Good and Services	FR
VINCI	Construction and Materials	FR
VIVENDI	Media	FR
VOLKSWAGENPREF	AutomobilesandParts	DE

Tabella 3 - Campione società EURO STOXX 50 index

Un primo risultato della ricerca è la resilienza agli eventi avversi. Prendendo in considerazione uno shock inaspettato e improvviso come il COVID-19, ma come può essere un violento evento climatico, si nota come il prezzo dell'indice ESG abbia subito ripercussioni minori rispetto all'indice non ESG (rispettivamente i prezzi sono crollati del 42% e del 45% [vedi figura 11]).



Figura 11 - Andamento dell'indice di prezzo da 09/19 al 07/21 dello STOXX Europe ESG Leaders 50 (in blu) e dell'EURO STOXX 50 (in arancione)

Dopo di che, utilizzando i dati finanziari di ogni impresa, sono stati calcolati cinque indicatori in termini medi, per ogni settore: il beta, il rapporto debito/equity, il margine di profitto, il ritorno sugli assets (ROA) e il ritorno sull'equity (ROE) (tabella 4).

	Average of Beta (5Y Monthly)	Average of Total Debt/Equity (mrq)	Average of Profit Margin	Average of Return on Assets (ttm)	Average of Return on Equity (ttm)
<b>Automobiles and Parts</b>					
EUROSTOXX50	1,37	158,74	5%	2%	9%
STOXXEuropeESGLeaders50	1,64	216,08	5%	2%	13%
<b>Chemicals</b>					
EUROSTOXX50	0,79	33,06	10%	3%	6%
STOXXEuropeESGLeaders50	0,77	83,5	8%	5%	11%
<b>Construction and Materials</b>					
EUROSTOXX50	0,99	106,28	3%	3%	5%
STOXXEuropeESGLeaders50	0,64	127,05	10%	7%	26%
<b>Consumer Products and Services</b>					
EUROSTOXX50	0,96	96,71	11%	5%	13%
STOXXEuropeESGLeaders50	0,89	54,01	9%	5%	11%
<b>Energy</b>					
EUROSTOXX50	1,26	80,82	-11%	0%	-11%
STOXXEuropeESGLeaders50	1	74,29	-5%	-1%	-8%
<b>Financial Services</b>					
EUROSTOXX50	1,75	2,63	-23%	0%	-6%
STOXXEuropeESGLeaders50	1,28	26,59	14%	1%	8%
<b>Food, Beverage and Tobacco</b>					
EUROSTOXX50	1,4	125,8	9%	1%	4%
STOXXEuropeESGLeaders50	0,48	110,7	9%	6%	13%
<b>Health Care</b>					
EUROSTOXX50	1,12	79,77	-12%	2%	-18%
STOXXEuropeESGLeaders50	0,42	58,43	21%	11%	32%
<b>Industrial Goods and Services</b>					
EUROSTOXX50	1,44	102,09	3%	3%	7%
STOXXEuropeESGLeaders50	0,91	70,89	11%	5%	18%
<b>Media</b>					
EUROSTOXX50	0,68	46,81	9%	3%	10%
STOXXEuropeESGLeaders50	0,51	339,17	17%	8%	56%
<b>Technology</b>					
EUROSTOXX50	1,52	90,12	47%	-3%	-1%
STOXXEuropeESGLeaders50	1,14	50,3	17%	7%	19%
<b>Utilities</b>					
EUROSTOXX50	1,25	113,1	-3%	2%	-2%
STOXXEuropeESGLeaders50	0,64	104,44	7%	3%	8%

Tabella 4 - Calcolo degli indici di performance

Il *beta* esprime la volatilità, quindi il rischio, delle azioni nel mercato. Se il *beta* è maggiore di uno, l'azione fluttua di più del mercato, se minore è il mercato ad avere maggiori fluttuazioni dell'azione. A tal proposito, le azioni di aziende aventi *beta* alto pagano un rendimento maggiore (sono accompagnate ovviamente da profilo di rischio maggiore), mentre *beta* basso implica meno rischio e rendimenti minori. Dall'analisi di Koundouri et al. risulta che le organizzazioni aventi buone performance ESG tendono ad avere minore *beta* e dunque rischio più basso. L'unico settore in cui non è stato riscontrato tale risultato è l'automotive (fig. 12).

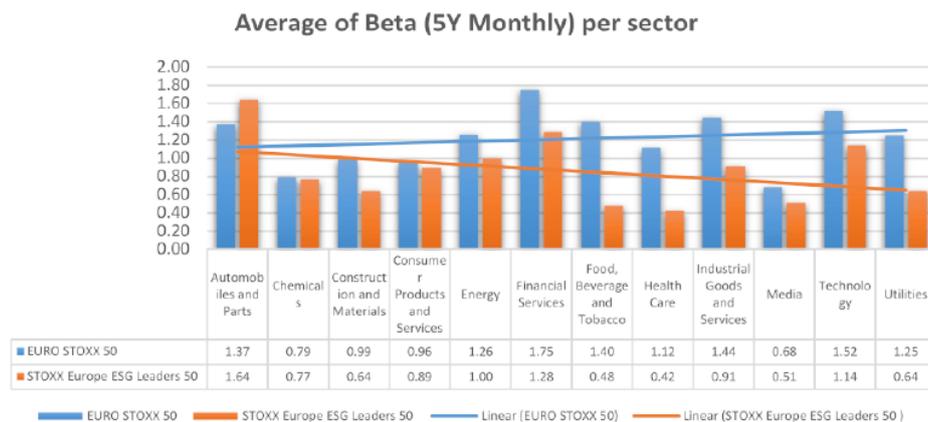


Figura 12 - Beta medio (mensile su un orizzonte quinquennale) per settore

Il Debt-to-Equity ratio (in italiano la leva finanziaria) è dato dal rapporto tra le passività totali dell'impresa e il capitale proprio. In generale tale indice è utile per capire il profilo di rischio dell'azienda, ma è bene ricordare che la possibilità di indebitamento è fortemente dipendente dal settore di riferimento. Infatti, per settori in cui i ritorni sono prevedibili e più "certi", le imprese hanno maggiori possibilità di prendere debito (e sfruttare anche i benefici derivanti dallo scudo fiscale), mentre per quelli più incerti incorporare debito può essere una mossa poco saggia e molto pericolosa (rischio di default).

L'analisi di riferimento mostra che a prescindere dalla performance ESG, il rapporto D/E si mantiene pressoché simile all'interno di ogni settore. Eccezion fatta per la categoria dei Media, in cui le imprese con migliori risultati ESG sembrano riuscire ad incorporare una leva maggiore (figura 13). Il risultato è in accordo con quanto ottenuto dallo studio di Lindkvist et al., che dimostra una debole correlazione tra la struttura di capitale di un'impresa e le sue performance ESG. Tuttavia, da tale studio emerge anche come avere un rating ESG positivo agevoli le imprese nella trattazione dei termini di costo del debito. Avere tassi più

agevolati grazie a buone performance ESG, di fatto abbassa il costo del capitale e aumenta la valuation aziendale.

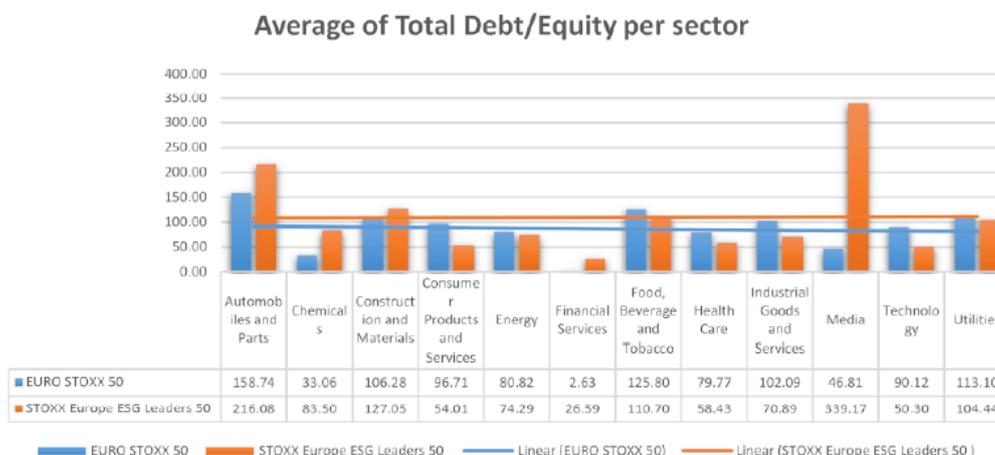


Figura 13 - Leva finanziaria media per settore

Il ROA (*Return On Assets*) misura la profittabilità dell'impresa in relazione al suo attivo. L'indice fornisce informazioni circa la capacità del management nel generare dei ricavi dall'operatività degli assets, per cui quanto più è alto tanto più l'azienda sarà profittevole agli occhi degli investitori. Dallo studio di Koundouri et al. emerge una netta superiorità da parte delle imprese aventi buona performance ESG, qualunque sia il settore di riferimento (vedi figura 14). Gli stessi risultati sono confermati da Velte, che ha condotto il medesimo studio focalizzandosi esclusivamente sulle imprese tedesche.

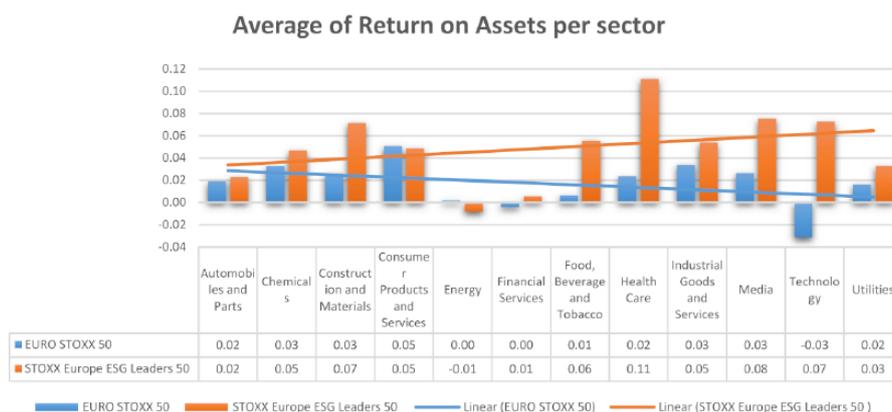


Figura 14 - Return On Assets medio per settore

Il ROE (*Return On Equity*) misura la profittabilità dell'impresa in relazione al capitale proprio (*Equity*). Lo studio mostra come, così come per il ROA, le imprese ESG abbiano risultati migliori delle altre (vedi figura 15). Tale risultato è verificato perfino nei settori aventi ritorni negativi, come quello energetico.

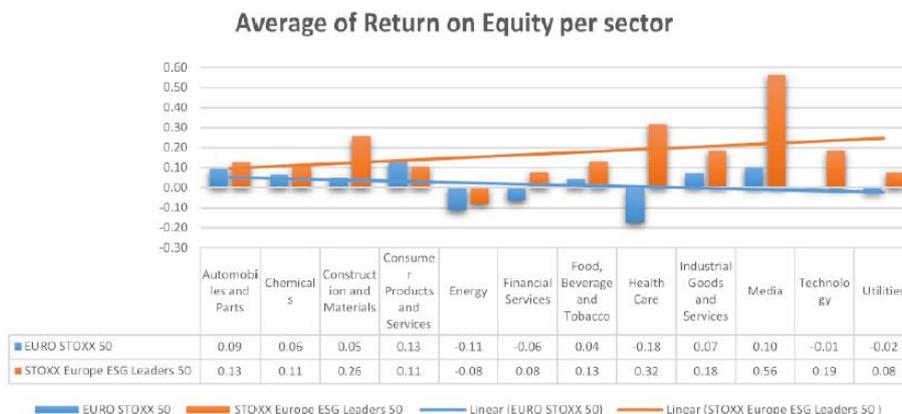


Figura 15 - Return On Equity medio per settore

Il margine di profitto può essere misurato in tre livelli: profitto lordo, profitto operativo e profitto netto. Nella ricerca si utilizza il profitto lordo (*gross profit*), calcolato come la differenza tra i ricavi da vendite e il costo del venduto. Per ottenere il margine si divide ulteriormente la differenza per i ricavi da vendite. Dallo studio non emerge una relazione significativa tra il margine di profitto e la

performance ESG, in quanto in alcuni settori risultano migliori risultati dalle imprese ESG e in altri si ottiene l'esatto opposto (vedi figura 16). È possibile inferire a tal proposito che magari la relazione sussiste in base al settore, ma per affermarlo con certezza servirebbero ulteriori analisi.

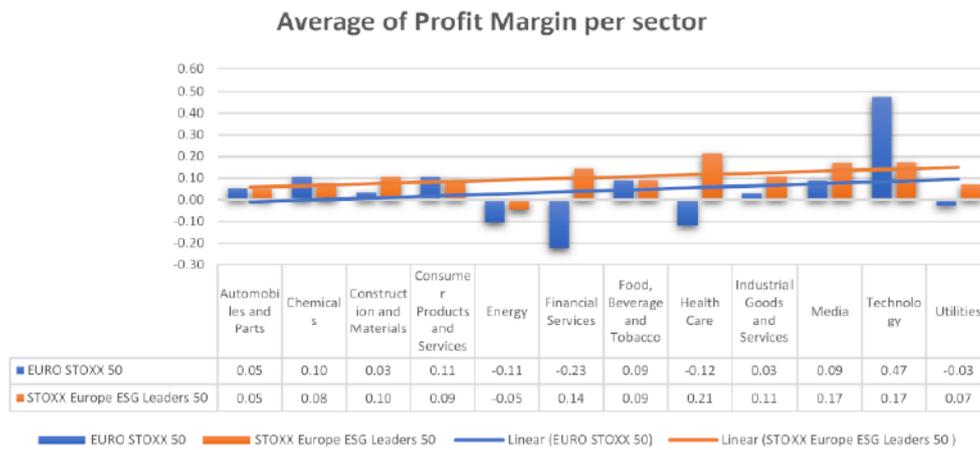


Figura 16 - Margine di Profitto medio per settore

## 3.2 Limiti e problemi

Finora si sono presentati tutti gli aspetti positivi dell'integrazione ESG. Tuttavia, non è tutto oro quel che luccica e se la letteratura a favore dell'integrazione è molto nutrita, lo è altrettanto quella che fornisce posizioni più scettiche in merito.

In questa sezione della trattazione, si farà una revisione del paper "*Sounding good or doing good: a skeptical look at ESG*" di Damodaran, celebre professore della NYU, luminare nel campo della finanza e della valutazione aziendale. Il docente risulta essere tra i più dubbiosi circa l'effettiva bontà dell'integrazione ESG e in tale paper disseziona criticamente tutti i benefici trattati nel capitolo precedente.

Nell'ultimo paragrafo si tratterà invece il problema forse più celebre in ambito ESG: il greenwashing.

Damodaran si pone contro l'affermazione: "*Le imprese che migliorano la loro condizione di bontà sociale non solo diventeranno più redditizie e preziose nel tempo, ma faranno anche progredire gli interessi della società, risolvendo così uno dei conflitti fondamentali dell'impresa privata, arricchendo anche gli investitori*". Secondo il professore, infatti, l'ESG è l'ennesimo specchietto per le allodole nel mondo della finanza, che farà arricchire i suoi promotori (banchieri e consulenti) senza portare il vantaggio promesso alle imprese.

### 3.2.1 Consistenza nella misurazione

A differenza della performance finanziarie dell'impresa, sia a livello operativo (in termini di ricavi, profitti o capitale investito), sia in ottica di investimento (in termini di capitalizzazione sul mercato e rendimenti), non esiste una misura comune che permetta di misurare in maniera oggettiva l'impatto positivo sull'ambiente e la società. Ciò è dovuto a due motivi:

- Gran parte dell'impatto sociale è qualitativo, per cui è difficile calcolare un valore numerico per misurarli;
- C'è un problema di consistenza tra le varie misurazioni, che risultano non essere in accordo tra loro in merito a quali impatti misurare e come pesarli.

Questi problemi comportano una discordanza tra le classificazioni che ottengono le imprese dalle varie agenzie di rating, con punteggi anche parecchio diversi tra loro. Si può notare dal grafico in figura 17 la misura di tale varianza.

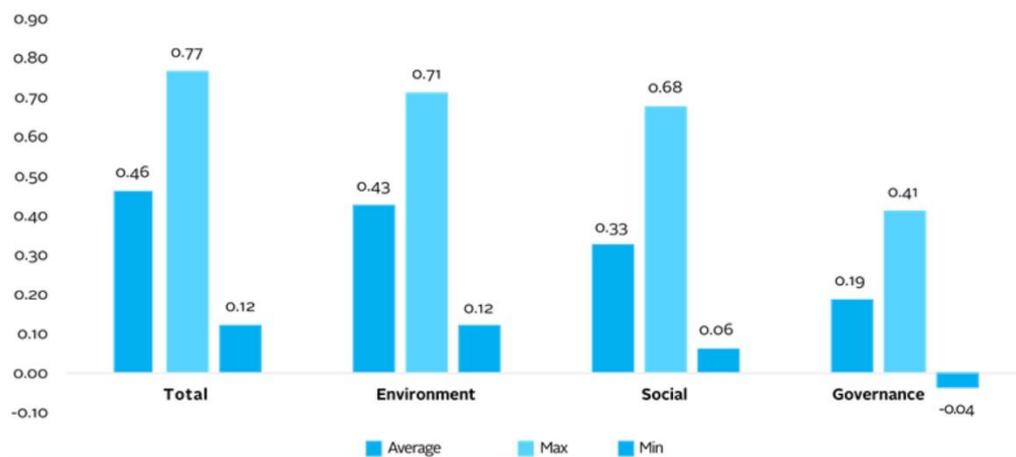


Figura 17 - Correlazione media, massima e minima tra le varie società di rating ESG

Questa bassa correlazione si verifica spesso anche su aziende di alto profilo, come mostrato in un'analisi completa degli investimenti ESG da parte di Dimson, Marsh e Staunton (figura 18).

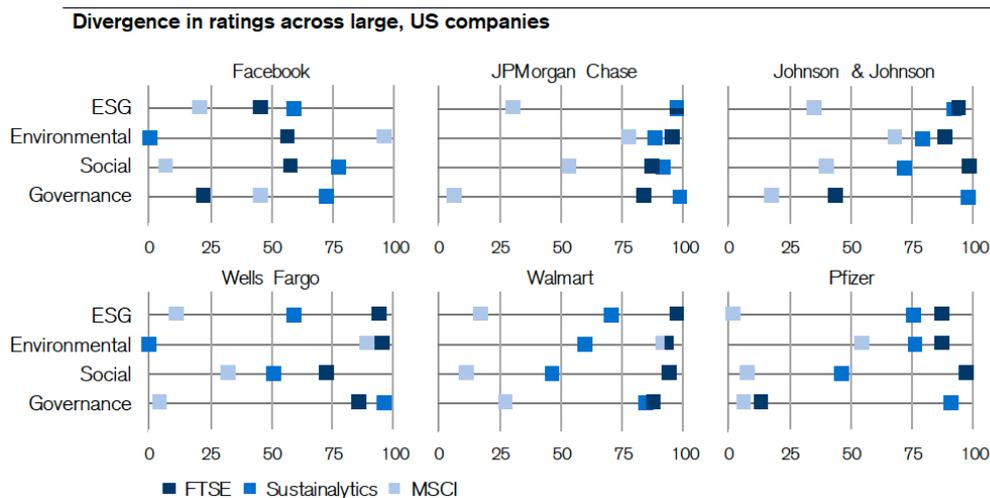


Figura 18 - Divergenza tra i rating ESG tra alcune delle maggiori società statunitensi

Si noti la divergenza di punteggi assegnati dalle varie società di rating sia nelle valutazioni complessive, sia sulle singole metriche. Tuttavia, secondo i sostenitori ESG, tale fenomeno è meramente transitorio, fisiologico del percorso di crescita in un mondo del tutto nuovo, e rientrerà quando le misurazioni saranno più mature.

Altro punto sollevato da Damodaran è la direzione della causalità. Ovvero, le imprese performano meglio perché integrano criteri ESG o i criteri ESG sono integrati più facilmente da quelle imprese che performano globalmente meglio?

In altre parole, Damodaran sostiene che se le metriche ESG si basano su azioni che le aziende che performano meglio, sia operativamente sia nei mercati, possono eseguire più facilmente rispetto alle aziende che stanno performando male, i fautori asseriranno che ESG e prestazioni si muovono insieme. Ma non è l'ESG che sta causando buone prestazioni, ma le buone prestazioni che stanno permettendo alle aziende di integrare i fattori ESG.

### Lo slogan ESG – Promesse e contraddizioni

La promessa dell'ESG è quella di offrire benefici a tutti gli stakeholder coinvolti, dall'impresa agli investitori, ai dipendenti, ai consumatori, all'ambiente.

- Per le aziende, la promessa è che essere “buoni”, sul lungo termine, genera ricavi più alti a fronte di un rischio più basso, aumentando quindi la valuation.
- Per gli investitori, la promessa è che investire in società “buone” genera rendimenti più elevati rispetto all’investire in società “cattive”.
- Per la società, la promessa è che le aziende “buone” aiutano nella lotta al cambiamento climatico, ai salari bassi, alle disuguaglianze.

Una *win* per tutti all’apparenza, che giustifica il perché negli ultimi anni siano voluti tutti saltare sul carro, dalle aziende impegnate in massa nei patti sociali agli investitori pronti a riversare liquidità in fondi e investimenti ESG. Ma è effettivamente verosimile?

Per comprenderlo, bisogna porsi e rispondere a tre domande (fig. 19):

- In che modo gli ESG impattano sulle operation e sulla valuation aziendale?
- In che modo il mercato prezza le implicazioni ESG?
- Gli investitori ottengono effettivamente un surplus nei rendimenti con le azioni ESG?

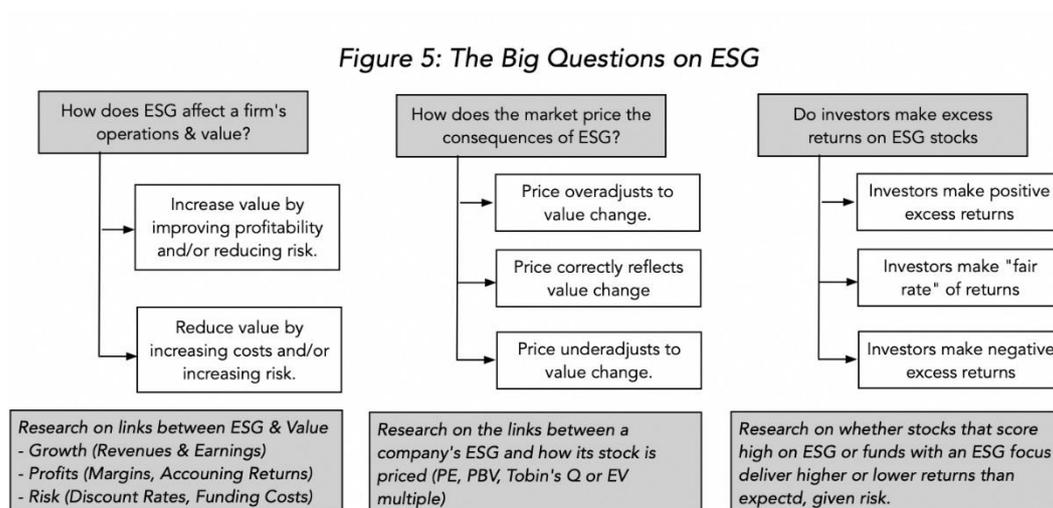


Figura 19 - Le domande da porsi sull'ESG (Damodaran)

Separare le tre domande può essere utile per discernere su cosa effettivamente impattano gli ESG e non dare per scontato che i vari aspetti siano correlati tra loro, utilizzando i risultati di uno per trarre conclusioni sugli altri due.

### 3.2.2 Impatto ESG sul valore

Il processo di analisi riguardante l'integrazione ESG sulla valuation aziendale è il medesimo utilizzato per valutare qualsiasi altra azione intrapresa dall'impresa (acquisizione, finanziamento, dismissione, etc.). Ovvero si va a scontare i flussi di cassa futuri che quest'ultima genererà con le nuove condizioni al contorno e si comparano con i flussi di cassa che avrebbe qualora le condizioni rimanessero immutate (figura 20).

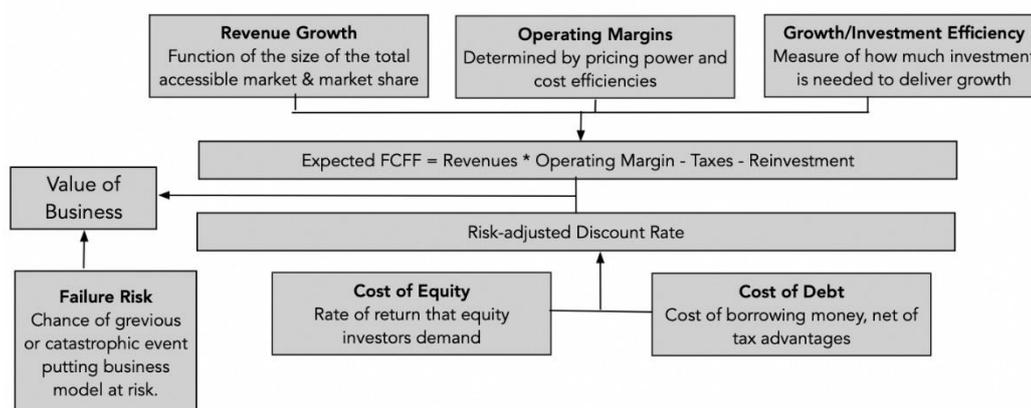


Figura 20 - Processo di valuation aziendale - come scontare i flussi di cassa futuri

Scenario 1: Le imprese “buone” sono ricompensate

Il modo migliore per convincere le imprese ad adottare i criteri ESG è promettere migliori risultati finanziari. Il primo scenario che passa in rassegna Damodaran comprende tutti i benefici presentati nel Capitolo 2 di questa trattazione, per cui si evita di scendere di nuovo nel dettaglio e si rimanda allo schema riassuntivo della figura 21.

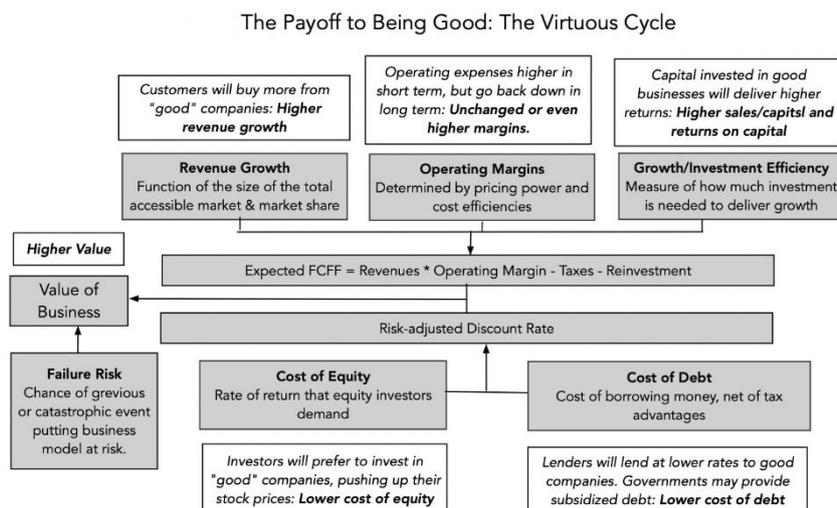


Figura 21 - Scenario 1

Tuttavia, il professore puntualizza su alcuni concetti sui cui è importante non sorvolare.

È più facile rientrare in questo *best case scenario* quando si ha realtà più piccole, aventi magari una base di clienti di nicchia e un azionariato poco diffuso, meglio se privato.

Al crescere del numero dei clienti e al contestuale aumento di produzione per soddisfare la domanda è difficile per l'azienda mantenere le promesse circa la responsabilità ESG, sia dal punto di vista sociale sia soprattutto dal punto di vista ambientale. Inoltre, l'impresa può trovarsi di fronte ad un bivio: limitare la propria espansione per soddisfare solo una cerchia di clienti affezionati e particolarmente attenti alla sostenibilità, oppure allargare i propri orizzonti includendo anche quei clienti non esattamente interessati all'argomento? Il rischio è quello di snaturarsi e scendere a compromessi, che di fatto tirerebbero fuori i primi clienti. Sotto questo punto di vista l'ESG potrebbe fungere da tetto alla crescita ed all'espansione.

Si prendi come esempio l'azienda di abbigliamento Patagonia, avente un fatturato di 750 milioni di dollari e Nike, che invece ne fattura 34 miliardi. La prima è da sempre stata attenta alla sostenibilità e lo è tuttora. Ma serve esclusivamente una nicchia di clienti che, oltre ad essere affezionati magari allo stile estetico, acquista

principalmente i capi dell'azienda in quanto dichiaratamente sostenibili. Tentativi di espansione da parte di Patagonia andrebbero a minare tale standardo, che di fatto, oltre a risultare il core business, rappresenta anche un *cap*. Passando invece a Nike, non è pensabile che il colosso oregoniano non scenda a compromessi per quanto concerne gli ESG, altrimenti non potrebbe avere una produzione così di massa, coprente fondamentalmente tutto il globo.

Per quanto riguarda invece il lato azionariato. Quanto più questo sarà diffuso, tanto più sarà probabile che sia in mano anche ad investitori meramente interessati al profitto e che spingeranno sul management affinché lo massimizzi. Un azionariato privato invece potrebbe rimanere più facilmente fedele ai dettami di sostenibilità. Anche in questo caso quest'ultima risulta essere un limite, nella fattispecie per quanto concerne le forme di finanziamento, con il *go public* che diventa più una minaccia che un'opportunità.

#### Scenario 2: Le imprese "cattive" vengono punite

Anche questo scenario va a favore dei sostenitori ESG. In questo caso, si contempla un "premio" per le imprese "buone" bensì una "punizione" per quelle "cattive", ovvero non sostenibili. Chi adotta ESG non si ritrova dunque nel *best case scenario* ma detiene comunque un vantaggio competitivo sui competitors non socialmente responsabili, che si ritrovano ad affrontare una domanda minore e prezzi minori (i clienti preferiscono ESG e sono anche disposti a pagare una percentuale in più pur di avere un prodotto sostenibile) che si traduce in margini minori. I costi del capitale sono più alti in quanto gli investitori preferiscono acquistare azioni di aziende green e gli istituti di credito preferiscono prestare ad imprese meno rischiose in quanto maggiormente sostenibili. In ultimo i dipendenti preferiscono lavorare in società socialmente responsabili.

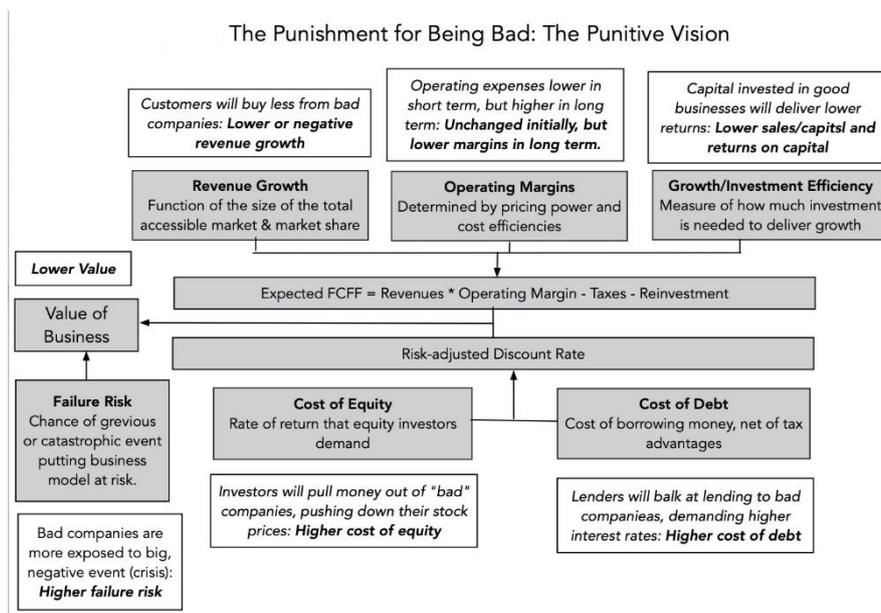


Figura 22 - Scenario 2

Scenario 3: le aziende "cattive" vincono sul mercato

Il terzo scenario è invece catastrofico per la fazione ESG. Vengono infatti rilassate le ipotesi di domanda maggiore, ricavi più alti, costo del capitale più basso e propensione dei dipendenti per le aziende socialmente responsabili. Una situazione quindi in cui ESG e non ESG si trovano appaiate ad i blocchi di partenza.

Secondo Damodaran, in tale contesto a vincere la gara sarebbero le non ESG.

Senza una preferenza per la sostenibilità e la responsabilità sociale, infatti, i consumatori sarebbero orientati verso le aziende cattive, capaci di applicare prezzi minori. Ciò scaturirebbe l'inizio di un circolo virtuoso per le non ESG, che avrebbero maggiori volumi di vendita, maggiori di ricavi, verosimilmente minori costi operativi, ergo maggior profitto. Da qui, gli investitori sarebbero più propensi a prestare denaro, in quanto più profittevole.

In tale scenario ricade il fast fashion. Le aziende operanti in questo settore sono forse le più lontane in termini assoluti dall'essere socialmente responsabili. Lato Environment, si stima che le industrie operanti in questo settore siano imputate del 10% delle emissioni di carbonio globali. Lato Social, è risaputo che le società

sfruttino manodopera a bassissimo prezzo in paesi sottosviluppati, con stipendi sotto la soglia di povertà e praticamente assenza di diritti per i lavoratori. Nonostante ciò, la clientela, soprattutto quella giovanile, sacrifica sull'altare del capo d'abbigliamento alla moda a poco prezzo, l'aspetto sostenibilità.

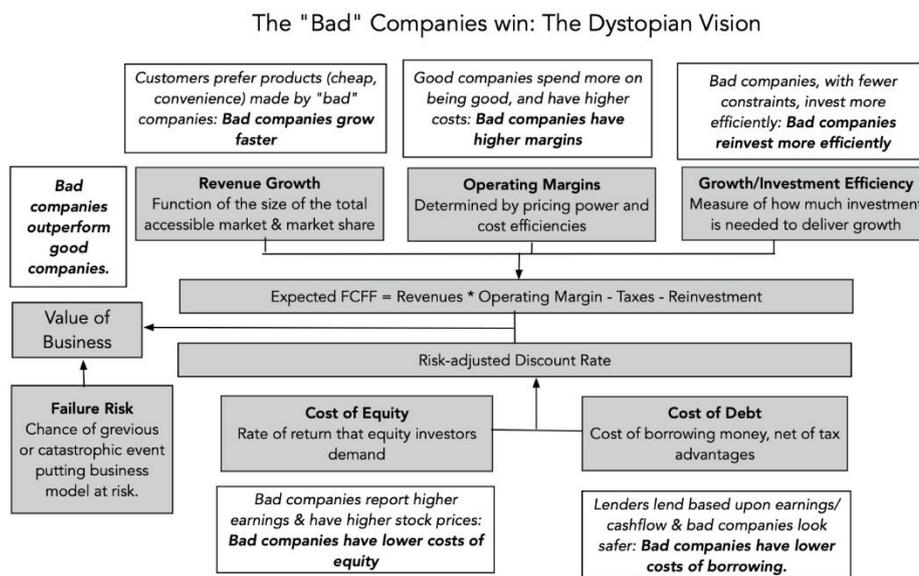


Figura 23 - Scenario 3

## Riscontri empirici

L'analisi di Damodaran è finalizzata a capire quale dei tre scenari sia quello effettivo, che rispecchia maggiormente la realtà delle cose, tramite dati. Dalla sua ricerca emergono le seguenti conclusioni.

1. Debole legame con la redditività: i meta studi passati in rassegna dimostrano una correlazione non significativa tra ESG e profittabilità, estremamente sensibile alla modalità di misurazione dei profitti e al periodo di riferimento. Inoltre, tale correlazione varia a seconda della componente ESG a cui si fa riferimento. Infatti, per quanto riguarda il fattore ambientale (E) il legame è più forte, e va ad affievolirsi del tutto con il fattore sociale (S), mentre la governance (G) va ad assumere una posizione intermedia.

2. Forte legame con i costi di finanziamento: è vero che le società più virtuose dal punto di vista ambientale e sociale affrontano costi di finanziamento del capitale minori dei competitor. Il delta è ancora più marcato se si prende come riferimento le *“sin companies”* (letteralmente *“società peccaminose”*, ma anche in italiano si tende ad usare il termine inglese), ovvero tutte quelle aziende coinvolte in settori come il gioco d'azzardo, la produzione di alcol, tabacco o armi. Tuttavia, alti costi del capitale non significano necessariamente rendimenti più bassi, anzi. Paradossalmente, tutte queste aziende, insieme a quelle impegnate nella produzione di combustibili fossili, restituiscono di fatto rendimenti tra i più alti in assoluto del mercato.
3. Legame con il rischio di fallimento/disastro: le aziende non integranti criteri ESG sono più rischiose, a parità di altri fattori, rispetto alle altre in quanto maggiormente esposte a rischio climatico e normativo. Inoltre, queste due tipologie di rischio portano con sé anche il rischio reputazionale. Essere coinvolti in scandali o controversie con le autorità, può comportare anche sostanziali perdite di fatturato.

Si pensi al Dieselgate, lo scandalo in cui fu coinvolta la Volkswagen nel 2015. La casa automobilistica tedesca, rea di fornire dati truccati circa i valori delle emissioni di CO<sub>2</sub> dei propri veicoli, dopo la denuncia da parte della EPA (Agenzia per la protezione ambientale statunitense), fu costretta a pagare 14,7 miliardi di dollari di multa e dovette far fronte ad un crollo in borsa pari al 18,6% del valore azionario.

Damodaran inoltre riporta uno studio effettuato su un portafoglio composto esclusivamente da aziende avente uno storico in ambito di violazione di normative ESG. Il rendimento di questo portafoglio, nonostante le aziende non fossero nel momento dell'analisi interessate da alcuna controversia in particolare, è stato pari a -3,5%. A riprova che non essere socialmente responsabili è costoso per le aziende e per gli investitori. Tuttavia, anche in questo caso bisogna essere attenti alle correlazioni che si

traggono. Non è detto infatti che tutte le aziende che non incorporano criteri ESG siano coinvolte in controversie. Guardando solo queste ultime si può incorrere in un bias di selezione.

### 3.2.3 ESG e rendimenti

Per Damodaran, affermare che ESG apporti benefici sui rendimenti è totalmente sbagliata. Infatti, un ottimo vincolato può, nel migliore dei casi, corrispondere ad un ottimo non vincolato, non può essere maggiore. Inoltre, nella quasi totalità dei casi un vincolo rappresenta un costo che diminuisce l'ottimo. L'idea, dunque, che l'aggiungere un vincolo ESG agli investimenti aumenti i rendimenti attesi è controintuitiva.

Fondamentale è anche il comportamento del mercato in risposta all'effetto che ha sul valore l'integrazione ESG; in base a come risponde il mercato, infatti, si avrà la determinazione del prezzo, da cui è possibile calcolare i rendimenti per gli investitori (vedi figura 24).

Value Effect	Market Pricing	Investor Returns to ESG
ESG increases value	Markets overreact, pushing up prices too much	Negative excess returns for investors in good ESG firms.
ESG decreases value	Markets overreact, pushing down prices too much	Positive excess returns for investors in good ESG firms.
ESG increases value	Markets underreact, with prices going up too little.	Positive excess returns for investors in good ESG firms.
ESG decreases value	Markets underreact, with prices going down too little.	Negative excess returns for investors in good ESG firms.
ESG increases value	Markets react correctly, with prices increasing to reflect value.	Zero excess returns for investors in good ESG firms.
ESG decreases value	Markets underreact, with prices going down too little.	Zero excess returns for investors in good ESG firms.

Figura 24 - Scenari di risposta del mercato e conseguente ritorno per gli investitori a seconda dell'effetto dell'ESG sul valore

Con riferimento alla figura 24, è possibile notare le varie combinazioni tra l'incremento/diminuzione del valore imputabile all'ESG con la reazione del mercato e la determinazione dei prezzi, per ottenere il rendimento per gli investitori.

Si consideri il primo risultato. L'ipotesi è che ESG aumenti il valore dell'impresa. Qualora dovesse esserci euforia sui mercati e questi dovessero reagire in modo eccessivo (*overreact*) all'integrazione ESG, la forte domanda comporterebbe un aumento di prezzo che farebbe scendere i rendimenti, generando addirittura ritorni negativi per gli investitori.

Guardando invece al caso in cui il mercato dovesse reagire sotto le aspettative (*underreact*), si avrebbe un leggero aumento di prezzi che scaturirebbero dei rendimenti positivi per gli investitori.

Il risultato di tale analisi è dunque che non è possibile partire da rendimenti e backward asserire circa i benefici che apporta l'ESG, in quanto esiste una variabile intermedia che funge da disaccoppiamento, il mercato.

### **Risultati empirici sui rendimenti ESG**

Gli studi empirici in materia non hanno restituito risultati concordi.

- Da una parte c'è chi sostiene che, come detto in precedenza, le aziende orientate esclusivamente al profitto performino meglio di quelle che prestano anche attenzione alla sostenibilità. *Sin companies* e industrie di combustibili fossili su tutte.

Damodaran presenta un esempio pratico sul confronto tra due fondi, il Vice Fund (il cui portafoglio è composto per lo più da società del tabacco, gioco d'azzardo e difesa) e il FTSE Social Fund Index (fondo che tiene parecchio conto nel processo di selezione la responsabilità sociale delle aziende da includere nel portafoglio), in base al Vanguard Index su un orizzonte

temporale che va dal 2002 al 2015. Un dollaro investito nel primo fondo avrebbe restituito il 20% in più sul periodo di riferimento rispetto ad un dollaro investito sul secondo.

Si è detto però che le preferenze del mercato stiano mutando negli anni, orientandosi sempre più verso il green, sarebbe pertanto curioso fare la stessa comparazione su un orizzonte temporale più vicino al presente.

- Dall'altra parte ci sono studi che suggeriscono che sia più profittevole investire in società sostenibili. Uno studio ha dimostrato che le azioni dell'Indice *Anno Domini* (composto di aziende ESG) abbiano battuto il mercato. Un'altra ricerca ha invece comparato due portafogli, composti in base ai rating green e hanno riscontrato come il portafoglio composto da società avente punteggi maggiori abbia restituito un rendimento più elevato. Da tale studio è emerso anche che le imprese che hanno restituito rendimenti maggiori erano quelle aventi punteggio in Governance maggiore. Tale aspetto è curioso in quanto l'essenza della governance è l'essere fedele agli interessi degli azionisti e non di tutti gli stakeholder, come suggeriscono i criteri ESG.
- In ultimo la posizione di quegli studi che dimostrano come non ci sia alcun effetto, sia questo positivo o negativo, da parte degli ESG sui rendimenti. Per esempio, il report di Morningstar sui titoli ESG nel 2020 ha rilevato che le società aventi rating alto avessero ottenuto rendimenti leggermente inferiori rispetto a quelle con rating basso ma che tale differenza non fosse statisticamente significativa.

### **Conclusioni di Damodaran**

Secondo Damodaran, esistono esclusivamente due possibili scenari in cui l'essere buoni arreca beneficio sia per la società, tramite aumento del suo valore, sia agli investitori, offrendo rendimenti più elevati.

1. Lentezza nel periodo di aggiustamento del mercato. In questo momento di transizione, qualora gli investitori fossero lenti a prezzare l'aumento del valore della società, i titoli aventi alto rating ESG batterebbero quelli con basso rating. Tuttavia, trattasi di un aggiustamento una tantum. Una volta raggiunto l'equilibrio dei prezzi, i titoli aventi rating ESG elevato avranno valore maggiore, ma gli investimenti dovranno accontentarsi di rendimenti attesi minori.
2. Cambiamento normativo: come già ampiamente trattato nel capitolo 1, le imprese ESG sono meno esposte al rischio di finire in controversie giudiziarie o ad essere limitate nella produzione da un cambio legislativo.

### 3.2.4 Greenwashing

Uno dei problemi che affligge maggiormente il settore ESG è senza ombra di dubbio quello relativo al greenwashing, ovvero la pratica secondo la quale le aziende si professano sostenibili, senza di fatto applicare realmente quanto dichiarato.

Il fenomeno è cresciuto di pari passo con la consapevolezza ambientale da parte degli stakeholder e la contestuale richiesta di maggiore responsabilità sociale alle imprese. La sua portata, che sta diventando anno dopo anno sempre più vasta, rischia di minare la fiducia di mercati, investitori e consumatori verso le pratiche green, di cui però ha impellente bisogno il pianeta.

Il termine greenwashing è stato coniato nel 1986 dall'attivista Jay Westerveld, in riferimento alla pratica adottata da alcuni hotel americani che chiedevano ai propri clienti di riutilizzare i propri asciugamani, giustificando la richiesta come una fantomatica operazione per ridurre lo spreco d'acqua. Tuttavia, il fenomeno a così tante sfaccettature, che anche la sua definizione non è univoca e copre aspetti interdisciplinari, dal marketing al management, passando per il legale.

Anche il perimetro di riferimento crea delle divergenze, con una fazione (secondo Gatti et al., circa il 61,1%) che sostiene che il greenwashing includa esclusivamente le questioni ambientali (per le questioni sociali si farebbe riferimento in questo caso al *bluewashing*) ed un'altra secondo la quale il fenomeno comprenda anche le questioni sociali.

Secondo Netto et al. esistono molteplici caratteristiche e forme di greenwashing. Nel paper *Concepts and form of greenwashing: a systematic review*, passano in rassegna la letteratura dal 2009 al 2018 al fine di individuarle e catalogarle.

La ricerca, basata sul metodo PRISMA (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*), è stata condotta esaminando i database di Scopus e Web of Science.

Un primo significativo risultato, ancor prima di scendere nel dettaglio, è il trend delle pubblicazioni nel tempo, che risulta crescente (vedi figura 25), sintomo di un interesse in ascesa da parte degli accademici e degli addetti ai lavori.

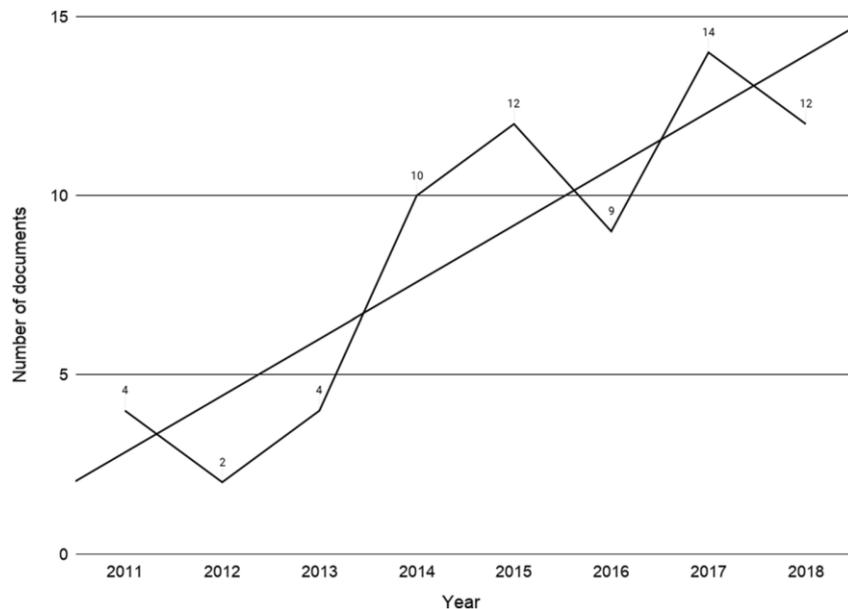


Figura 25 - Numero di studi accademici pubblicati in tema greenwashing dal 2011 al 2018

Una prima distinzione di greenwashing che emerge dalla letteratura riguarda la tipologia di dichiarazione.

Si parla di comunicazione selettiva quando l'organizzazione effettua appunto una selezione delle informazioni da pubblicare all'esterno. Le aziende ree di questo tipo di greenwashing divulgano solo i risultati in cui risultano virtuose, occultando tutti quegli aspetti negativi in merito alle proprie performance ambientali [Lyon e Maxwell].

Si parla di *decoupling* (in italiano "disaccoppiamento") quando un'organizzazione avente performance ambientale negativa, dichiara il falso, promuovendosi come virtuosa relativamente a tali aspetti.

Com'è possibile notare, a mutare è il *grado di falsità dichiarata*. Nel primo caso, l'organizzazione di fatto non dichiara il falso (risultando anche più tutelata, sia dal

punto di vista legale, sia da quello reputazionale). Nel secondo caso si tratta di una vera e propria menzogna (termine molto in voga nei paper) nei confronti degli stakeholder.

Una seconda classificazione di greenwashing riguarda il livello in cui viene effettuato.

Secondo Delmas e Burbano, il greenwashing può presentarsi a *livello aziendale (firm-level)* – quando si ingannano gli stakeholder circa le pratiche ambientali dell'impresa – o a *livello di prodotto/servizio (product/service level)* – quando l'impresa mente sull'impatto ambientale di uno specifico prodotto o servizio.

A tal proposito Netto et al. riportano rispettivamente due esempi:

- a livello aziendale, General Electric che da una parte con la campagna "Ecomagination" pubblicizzava le pratiche ambientali dell'organizzazione e dall'altra faceva pressioni per contrastare i nuovi requisiti dell'EPA in materia di aria pulita.
- A livello di prodotto, i frigoriferi LG, aventi certificazione Energy Star (un'etichetta ecologica di efficienza energetica) nonostante si fosse scoperto che questi rispettavano i requisiti di certificazione.

Per quanto concerne il livello aziendale, Contreras-Pacheco e Classen hanno individuato cinque modalità, in cui può manifestarsi questo tipo di greenwashing, di seguito riportate:

1. *Dirty business*, ovvero l'operare in un settore industriale intrinsecamente non sostenibile ma promuovere al contempo slogan green;
2. *Ad bluster* (in italiano traducibile forzatamente come "pubblicità spaccona"), ovvero la pratica di enfatizzare ed esagerare dei minimi risultati ambientali positivi ottenuti, di modo da distogliere l'attenzione sulla poca sostenibilità aziendale;

3. *Political spin* (in italiano traducibile come “effetto sulla politica”), ovvero la pratica di influenzare i governi al fine di ottenere norme più lasche circa le questioni ambientali;
4. *It's the law, stupid!*, ovvero la pratica di proclamare adempimenti o impegni di sostenibilità già previsti dalla legge;
5. *Fuzzy reporting*, ovvero redigere “report fumosi” in cui vengono presentati solo dati e performance virtuose e omessi i comportamenti negativi.

Per il livello di prodotto/servizio, si fa riferimento invece ai famosi *Sette peccati del greenwashing* (*The seven sins of greenwashing*). Trattasi di una classificazione stilata da TerraChoice e ripresa da diversi ricercatori come Markham et al., Scanlan e Braum, in cui si mettono a nudo le strategie di marketing ingannevole delle aziende, con lo scopo di fornire un utile strumento per individuare più facilmente il greenwashing.

1. *Compromesso nascosto*: si mostrano solo determinate caratteristiche del prodotto che lasciano trasparire che quest'ultimo sia green, lasciando celati tutti quegli attributi che dimostrano l'esatto contrario.

Un esempio di compromesso nascosto sono le società energetiche che promuovono fonti di energia rinnovabile ma hanno al contempo business avviati nell'estrazione di combustibili fossili.

2. *Assenza di prove*: dichiarazioni ambientali non supportate da informazioni verificate o di certificazioni affidabili di terze parti.

Esempi comuni sono i fazzoletti per il naso che dichiarano di avere varie percentuali di carta riciclata, senza fornire prove a sostegno.

3. *Vaghezza*: affermazioni mal definite, ambigue, poco specifiche, aperte alla libera interpretazione, che permettono all'azienda da una parte di rimanere nella zona grigia del sembrare sostenibile ma essendo tutelati da possibili controversie.

Un esempio di questo peccato è l'espressione "tutto naturale". L'arsenico, l'uranio, il mercurio e la formaldeide sono tutti prodotti naturali e velenosi. "Tutto naturale" non è necessariamente "verde".

4. *Culto delle false etichette*: quando un prodotto, attraverso un falso suggerimento o ad un'immagine simile ad una certificazione, induce i consumatori a pensare che sia sostenibile e certificato come tale.

Un esempio è il semplice utilizzo di un packaging verde o loghi richiamanti alberi o natura in generale per prodotti come shampoo o sapone.

5. *Irrelevanza*: quando viene riportata un'affermazione ambientale che può essere vera ma che è di fatto superflua o del tutto inutile.

Un esempio lampante è la dicitura "senza CFC" sui prodotti. Tale informazione è certamente vera in quanto i CFC sono proibiti per legge.

6. *Male minore*: quando si riporta un'affermazione che può essere vera all'intero della categoria di prodotto, ma che di fatto viene usata per distrarre il consumatore dai maggiori impatti ambientali della categoria nel suo complesso.

Un esempio sono i veicoli sportivi a consumi ridotti. Il consumo di carburante è effettivamente minore rispetto alla categoria ma è maggiore rispetto alle altre categorie di auto.

7. *Frode*: quando si riportano informazioni ambientali semplicemente false.

Esempi già citati sono i frigoriferi LG certificati Energy Star in modo fraudolento o i veicoli Volkswagen pre-scandalo *Dieseldate*.

Secondo TerraChoice, il 95% dei prodotti che si dichiarano ecologici in Canada e Stati Uniti commette almeno uno dei peccati appena presentati.

Alla classificazione livello aziendale vs livello prodotto/servizio, Netto et al., aggiungono un ulteriore livello di dettaglio, articolato in *claim greenwashing* ed *executional greenwashing*, come mostrato in figura 26.

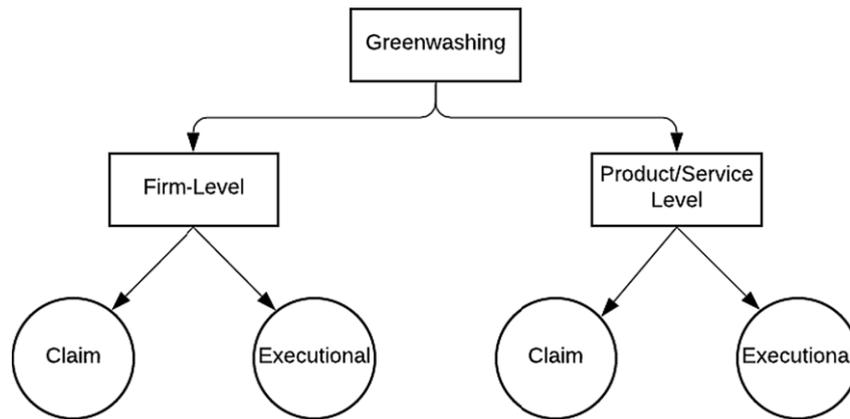


Figura 26 - Classificazione Greenwashing (Gatti et al.)

### Claim greenwashing

Comunicazione facente riferimento, esplicito o implicito, a benefici ecologici che non hanno riscontro effettivo con la realtà.

Secondo Parguel et al., esistono tre tipologie di comunicazione distorta da parte delle aziende: (1) divulgazione di affermazioni false, (2) omissione di informazioni importanti, (3) utilizzo di termini vaghi o ambigui.

Per Carlson et al., invece esistono due tipologie di *green claim*: (1) tipologia di quanto dichiarato, (2) ingannevolezza di quanto dichiarato.

La tipologia di dichiarazione comprende cinque categorie:

- a) Orientamento al prodotto – dichiarazioni circa l'attributo ecologico di un prodotto;
- b) Orientamento al processo – dichiarazioni sulle elevate prestazioni ecologiche di una tecnica di processo produttivo e/o di un metodo di smaltimento ecologico;
- c) Orientamento all'immagine – dichiarazioni incentrate sul miglioramento dell'immagine ecologica di un'organizzazione, associandola ad un'attività che gode un elevato sostegno pubblico;
- d) Questioni ambientali – dichiarazioni che includono affermazioni fattuali sull'ambiente o le sue condizioni;

e) Combinazione delle precedenti.

Le tipologie di dichiarazione sono presentate in figura 27.

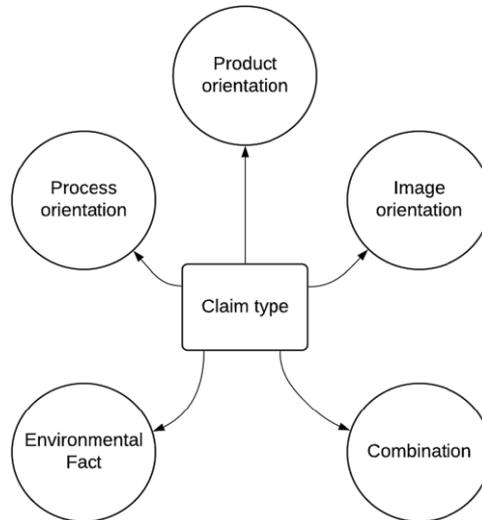


Figura 27 - Tipologie di Greenwashing (Carlson)

Questi tipi di dichiarazioni presentate sopra possono essere classificate in una seconda tipologia, *l'ingannevolezza delle affermazioni*, che comprende anch'essa cinque categorie, presentate in figura 28:

- a) affermazioni vaghe/ambigue - affermazioni eccessivamente vaghe, ambigue, troppo ampie e/o prive di una definizione chiara;
- b) affermazioni omissive - affermazioni che mancano delle informazioni necessarie per valutarne la validità;
- c) affermazioni false/menzogne palesi - affermazioni inaccurate o inventate;
- d) affermazioni che combinano due o più categorie precedenti;
- e) affermazioni accettabili che non contengono una caratteristica ingannevole.

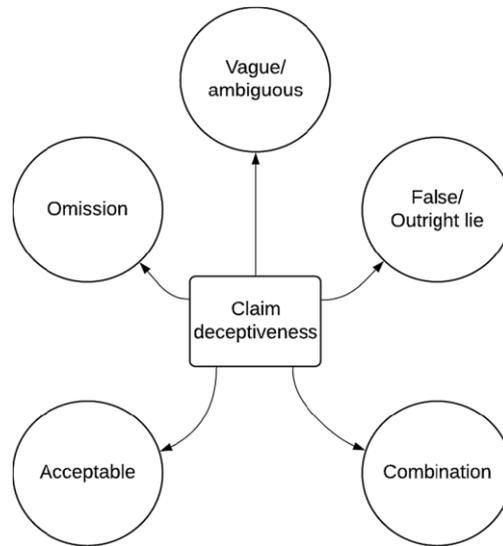


Figura 28 - Categorie claim greenwashing

### **Greenwashing esecutivo**

Termine coniato per la prima volta da Parguel et al., richiama per alcuni tratti il peccato delle false etichette. Questa strategia di greenwashing propone elementi che evocano la natura, come immagini che utilizzano colori (ad esempio, verde, blu) o suoni (ad esempio, mare, uccelli). Esempi di elementi che evocano la natura possono essere sfondi che rappresentano paesaggi naturali (ad esempio, montagne, foreste, oceani) o immagini di specie animali in pericolo (ad esempio, panda, delfini) o di fonti di energia rinnovabili (ad esempio, vento, cascate). Tali elementi possono indurre, intenzionalmente o meno, false percezioni sull'ecosostenibilità del marchio che ne fa uso.

A sostegno della propria tesi Parguel et al. hanno presentato uno studio effettuato su due tipologie di consumatori, esperti in ambito sostenibilità e non esperti, a cui veniva chiesto quale fosse la propria percezione circa la sostenibilità di una serie di prodotti. I risultati hanno dimostrato che la presenza di elementi richiamanti la

natura influenzasse significativamente in modo positivo la percezione dei consumatori meno esperti.

### **Conseguenze del greenwashing**

Secondo Gatti et al. [n], le conseguenze del greenwashing impattano su tre gruppi: consumatori, azienda stessa, altri stakeholder (ambiente e società in generale).

Per quanto concerne i consumatori, la diffusione del greenwashing rischia di far diventare questi ultimi sempre più reticenti verso il concetto di sostenibilità, che invece necessiterebbe di una sensibilità diffusa al giorno d'oggi. A tal proposito, comunicazioni superficiali e sporadiche sulla CSR possono avere un'influenza negativa sulle intenzioni di acquisto dei consumatori, indipendentemente dal livello di coinvolgimento dell'azienda in pratiche di greenwashing [Rahman et al.].

Oltre al problema dello scetticismo verso il mondo green in generale, a gravare su un'impresa rea di greenwashing sarebbe anche l'effetto negativo sulla valutazione del marchio da parte dei consumatori in termini di fiducia generale (non relativa alla sola questione ambientale) [Parguel et al.].

Focalizzandosi invece sull'aspetto più economico, dallo studio di Gatti et al. emerge che il greenwashing possa influire negativamente anche sulla performance finanziaria. Infatti, sebbene a volte possa essere utilizzato con successo per distogliere l'attenzione da un comportamento negativo in materia di CSR [Du et al.], spesso sembra danneggiare le imprese dal punto di vista finanziario [Du; Walker & Wan], soprattutto nell'attuale contesto caratterizzato da un'elevata attenzione da parte della società e da un crescente scetticismo degli stakeholder. In particolare, influisce negativamente sulla legittimità e sulla reputazione dell'azienda, anche quando la comunicazione aziendale non è fuorviante e l'accusa di greenwashing è falsa [Seele e Gatti].

Secondo Furlow tutti questi problemi non stanno però incentivando le imprese a comportarsi correttamente dal punto di vista ESG di modo da non correre il rischio di essere tacciate di greenwashing, bensì stanno incentivando le imprese – che continuano a disinteressarsi di essere sostenibili – a non redigere i loro report di sostenibilità. Il greenwashing rischia di essere il vero freno per una finanza e una gestione aziendale sostenibile, con conseguenze drammatiche per il pianeta.

### **Come limitare il fenomeno**

Gli studiosi concordano sul fatto che la prima condizione per ridurre il greenwashing è il perfezionamento e lo sviluppo di un sistema normativo sulla CSR.

Come anticipato infatti la volontarietà delle dichiarazioni di sostenibilità non fa altro che foraggiare il greenwashing e il contestuale scetticismo dei consumatori.

La letteratura sul greenwashing nell'ultimo decennio è infatti coerente nel sottolineare la necessità di coinvolgere le autorità di regolamentazione e i responsabili politici per lo sviluppo di norme e normative sulla CSR. La gamma di suggerimenti accademici comprende richieste di organismi di autoregolamentazione o di audit o di rating indipendente e richieste generali di norme e regolamenti. Secondo gli studiosi, ciò ridurrebbe sostanzialmente le pratiche di greenwashing e porterebbe in ultima analisi a una forma più affidabile di CSR.

La voce degli accademici e degli esperti del settore è stata effettivamente recepita dalla Commissione Europea e da altre entità governative (come trattato nel Paragrafo 1.3).

La regolamentazione permette di fatto di punire chi non sottostà alla normativa, ponendo in essere un deterrente per le imprese. Secondo Kirchoff, l'introduzione di una multa nel sistema di certificazione ambientale è l'unica via per stoppare la

proliferazione del greenwashing e fornire agli stakeholder una garanzia nei confronti della sostenibilità.

## Conclusioni

Dall'analisi condotta nell'elaborato risulta come il mondo ESG, per quanto nel pieno del boom di diffusione, sia ancora molto acerbo. Gli studi empirici presi in considerazione si dividono tra le fazioni polarizzate, in molti casi anche estremamente distanti tra loro. Se da una parte c'è chi sostiene una tesi con determinati dati, dall'altra ci sarà sicuramente qualcuno pronto a confutarla con dati altrettanto validi, indistintamente che sia un accademico o la società di rating di turno.

Il problema fondamentale è che c'è ancora troppo "rumore di fondo" nelle informazioni pubblicate dalle organizzazioni che porta ad una fisiologica distorsione degli studi condotti e di risultati ottenuti.

A ciò è da aggiungere anche la questione della soggettività della valutazione. Come si è evinto nei relativi paragrafi precedenti, non esiste un'uniformità di giudizio di cosa sia giusto e cosa sia sbagliato, di cosa includere nelle metriche e cosa no, di quale fattore pesi di più e quale meno.

In poche parole, la sostenibilità non è una scienza esatta, basandosi su criteri per lo più qualitativi. E quando non si è nel campo quantitativo, in cui è possibile rendere inattaccabili le proprie opinioni con la matematica a supporto, si lascia spazio alle opinioni, alle posizioni differenti, alle correnti di pensiero.

Una sola cosa mette d'accordo tutti, ovvero che il pianeta ha impellentemente bisogno della sostenibilità economica. E a tal proposito le organizzazioni che adottano criteri ESG (veramente, non come mera effigie per pompare le vendite) fanno bene al globo. Magari ha ragione Damodaran nel sostenere che ESG va di fatto ad essere esclusivamente un costo per le imprese, un freno per la crescita e un tetto per il profitto ma, citando Mark Berners Lee, "*There is no planet B*"; è necessario, pertanto, uno sforzo comune quanto più diffuso, specie dai principali attori economici.

In ultima istanza, posto che non sia ben chiaro se il netto tra benefici meno limiti dell'integrazione ESG sia positivo, va ad assumere fondamentale importanza il ruolo ricoperto dallo Stato (o dagli organi extrastatali).

Per gli attori economici più reticenti nello sviluppare una sensibilità verso il mondo green e orientati meramente alla massimizzazione del profitto, un intervento governativo va ad essere l'unica strada percorribile per porre degli argini all'inquinamento, allo spreco delle risorse, alla distruzione della biodiversità e alle altre questioni ampiamente citate. A tal proposito un ragguardevole plauso va a tutte le politiche introdotte negli ultimi anni dall'Unione Europea, che ha tracciato e sta continuando a tracciare la giusta direzione da seguire per garantire sia lo sviluppo economico sia la salvaguardia delle generazioni future.

Tutti i suoi sforzi rischiano però di risultare vani qualora la sensibilità dimostrata dal Parlamento Europeo non si diffonda in tutto il globo, specie nei paesi costituenti il così detto *BRICS* (Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica), rei di essere tra i meno sostenibili e più inquinanti al mondo.

Con un quadro legislativo favorevole, sempre più investitori sarebbero interessati a finanziare progetti, titoli e imprese sostenibili, di fatto andando a convincere la platea degli scettici circa la non convenienza di un investimento green.

## **Bibliografia**

- Agnoli N., Zamboni M. (2019). *Rischi climatici e riflessi sulle valutazioni aziendali*.
- ASviS (2020). *Obiettivi di sviluppo sostenibile e politiche europee. Dal Green Deal al Next Generation EU*.
- ASviS (2022). *La conoscenza degli SGD in Italia*.
- ASviS (2023). *Finanza per lo sviluppo sostenibile*.
- Atz U., Van Holt T., Liu Z., Bruno C. (2022). *Does Sustainability Generate Better Financial Performance? Review, Meta-analysis, and Propositions*.
- Baker & McKenzie LLP (2019). *Green Bonds – An overview*.
- Baum L. (2012). *It's Not Easy Being Green... Or Is It? A content analysis of environmental claims in magazine advertisements from the United States and United Kingdom*.
- Berg F., Koebel J.F., Pavlova A., Rigobon R. (2022). *ESG confusion and stocks returns: tackling the problem of noise*.
- Boffo R., Marshall C., Patalano R. (2020). *ESG Investing: Environmental Pillar Scoring and Reporting*.
- Boffo R., Patalano R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*.
- Bonnefont J.F., Landier A., Sastry P.R., Thesmar D. (2022). *The Moral Preferences of Investors: Experimental Evidence*.
- Brandon R.G., Krueger P., Schmidt P.S. (2021). *ESG Rating Disagreement and Stock Returns*.
- Contreras-Pacheco O., Claasen C. (2017). *Fuzzy reporting as a way for a company to greenwash: perspectives from the Colombian reality*.
- CPI (2022). *Global Landscape of Climate Finance – A decade of Data: 2011-2020*.
- Damodaran A. (2020). *Sounding good or doing good: a skeptical look at ESG*.
- Damodaran A. (2021). *The ESG movement: the goodness gravy train rolls on!*
- Delmas M., Burbano V. (2011). *The drivers of greenwashing*.
- Delmas M.A., Burbano V.C. (2011). *The drivers of greenwashing*.

Deloitte (2021). *Da Non-Financial Reporting a Corporate Sustainability Reporting. Le novità introdotte dalla proposta di CSRD della Commissione Europea.*

Deloitte (2022). *Ingraining sustainability in the next era of ESG investing.*

Dortfleitner G., Halbritter G., Nguyen M. (2015). *Measuring the level and risk of corporate responsibility – An empirical comparison of different ESG ratings approaches.*

Dranove D., Zhe Jin G. (2010), *Quality disclosure and certification: theory and practice.*

Du, X. (2015). *How the market values greenwashing? Evidence from China.*

Du, X., Chang, Y., Zeng, Q., Du, Y, & Pei, H. (2016). *Corporate environmental responsibility (CER) weakness, media coverage, and corporate philanthropy: Evidence from China.*

Dunn J., Fitzgibbons S., Pomorski L. (2018). *Assessing risk through environmental, social and governance exposures.*

EBA, EIOPA, ESMA (2022). *ESAs Call for evidence on better understanding greenwashing.*

Eccles R.G., Krzus M.P., Solano C. (2019). *A Comparative Analysis of Integrated Reporting in Ten Countries.*

Edmans A. (2023). *The end of ESG.*

Eurosif (2022), *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose.*

Fish A., Kim D.H., Venkatraman S. (2019). *The ESG sacrifice.*

Flammer C. (2013). *Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach.*

Flammer C. (2019). *Green Bonds: effectiveness and implications for public policy.*

Flammer C. (2021). *Corporate green bonds.*

Friede G., Busch T., Bassen A. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies.*

Friedman M. (1970). *The social responsibility of business is to increase its profitability.*

Furlow, N. (2010). *Greenwashing in the new millennium.*

- Garvey G.T., Kazdin J., LaFond R., Nash J., Safa H. (2017). *A pitfall in ethical investing: ESG disclosures reflect vulnerabilities, not virtues.*
- Gatti L., Seele P., Rademacher L. (2019). *Grey zone in – greenwash out. A review of greenwashing research and implications for the voluntary-mandatory transition of CSR.*
- Giese G., Nagy Z., Srivastav A. (2022). *Illuminating the relationship between ESG and performance.*
- Giglio S., Kelly B.T., Stroebe J. (2020). *Climate finance.*
- Glossner S. (2017). *The price of ignoring ESG risks.*
- GRI (2022). *Consolidated Set of the GRI Standards.*
- GSIA (2020). *Global sustainable investment review 2020.*
- Heal G. (2011). *Sustainability and its measurement.*
- Hong H., Wang N., Yang J. (2021). *Welfare Consequences of Sustainable Finance.*
- Houde S. (2014), *How Consumers Respond to Environmental Certification and the Value of Energy Information.*
- ICMA (2021). *Green Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds.*
- ICMA (2021). *Social Bond Principles – Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds.*
- IDFC (2020). *IDFC Green Finance Mapping Report 2020.*
- IPCC (2021). *Climate Change 2021 – Le basi fisico-scientifiche: il rapporto spiegato dagli scienziati italiani.*
- ISPRA, *Il bilancio ambientale – Linee guida.*
- ISTAT (2022), *Rapporto SDGs 2022 – Informazioni statistiche per l'Agenda 2030 in Italia.*
- Jagannathan R., Ravikumar A., Sammon M. (2017). *Environmental, Social, and Governance Criteria: Why Investors are Paying Attention.*
- Jie C., Sheridan T., Xintong Z., Weiming Z. (2020). *ESG Preference, Institutional Trading, and Stock Return Patterns.*

JP Morgan Asset Management (2022). *ESG integration - Building more resilient portfolios for the long term.*

JP Morgan Chase&Co. (2021). *Green Bond Annual Report 2021.*

JP Morgan Chase&Co. (2022). *The case for green, social and sustainable bond investing.*

Kim S., Kumar N., Lee J., Oh J. (2022). *ESG Lending.*

Kirchhoff, S. (2000). *Green business and blue angel. A model of voluntary Overcompliance with asymmetric information.*

Koundouri P., Pittis N., Platanios A. (2022). *The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination.*

Lindkvist, L.; Saric, O. (2020). *Sustainability Performance and Capital Structure an Analysis of the Relationship.*

Lyon T., Maxwell, J (2011). *Greenwash: Corporate environmental disclosure under threat of audit.*

Markham D., Khare A., Beckman T. (2014). *Greenwashing: a proposal to restrict its spread.*

McKinsey (2019). *Five ways that ESG creates value.*

McKinsey, IIF (2023). *Financing the net-zero transition: from planning to practice.*

Mittal R.K., Sinha N., Singh A. (2008). *An analysis of linkage between economic value added and corporate social responsibility.*

Morgan Stanley (2019). *Il vantaggio ESG.*

Morningstar (2020), *Morningstar ESG Commitment Level.*

Morningstar (2022). *COP27: Investing in Times of Climate Change.*

Morningstar (2022). *Global Sustainable Fund Flows: Q3 2022 in Review.*

MSCI (2023). *ESG Fund Ratings Methodology*

MSCI (2023). *Understanding MSCI's Climate Metrics.*

Muller N.Z. (2022). *Measuring firm environmental performance to inform ESG investing.*

- Netto S., Sobral M., Ribeiro A., Soares G. (2020). *Concept and forms of greenwashing: a systematic review*.
- NGFS (2020). *A Status Report on Financial Institutions' Experiences from working with green, non green and brown financial assets and a potential risk differential*.
- NGFS (2020). *Progress report on the implementation of sustainable and responsible investment practices in central banks' portfolio management*.
- NGFS (2021). *Guide on climate-related disclosure for central bank*.
- NGFS (2022). *Dashboard on scaling up green finance*.
- NGFS (2022). *Enhancing market transparency in green and transition finance*.
- NGFS (2022). *Scenarios for central banks and supervisors*.
- OECD (2017). *Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors*.
- OECD (2021). *ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations*.
- OECD, The World Bank, UN Environment (2018), *Financing Climate Futures: Rethinking Infrastructure*.
- Parguel, B., Benoît-Moreau, F., & Larceneux, F. (2011). *How sustainability ratings might deter 'greenwashing': A closer look at ethical corporate communication*.
- Pastor L., Stambaugh R.F., Taylor L.A. (2022), *Dissecting Green Returns*.
- Piechocka-Kaluźna A., Thuczak A., Łopatka P. (2021). *The Impact of CSR/ESG on the Cost of Capital: A Case Study of US Companies*.
- Rahman, I., Park, J., & Geng-qing Chi, C. (2015). *Consequences of "greenwashing": Consumers' reactions to hotels' green initiatives*.
- Regolamento (UE) 2021/1119 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 30 giugno 2021.
- S&P Global Market Intelligence (2020). *ESG Data Signals – Trucost Paris Alignment Dataset*.
- Sagulo L., Petrella M. – IPSOA Quotidiano (2022). *Bilanci di sostenibilità: obbligo o opportunità?*.

Scanlan S. (2017). *Framing fracking: scale-shifting and greenwashing risk in the oil and gas industry.*

Seele, P., & Gatti, L. (2017). *Greenwashing revisited: In search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies.*

Shah Bhaveer (2022). *How climate transition risk may impact sovereign bond yields.*

Siegel D.S., Paul C. (2006). *Corporate Social Responsibility and Economic Performance*

Stroebel J., Wurgler J. (2021). *What do you think about climate finance?.*

The UN Global Compact Action Platform on Financial Innovation for the SDGs (2019). *Corporate Finance – A roadmap to Mainstream SDG Investments.*

The UN Global Compact Action Platform on Financial Innovation for the SDGs (2019). *SDG Bonds – Leveraging Capital Markets for the SDGs.*

The UN Global Compact Action Platform on Financial Innovation for the SDGs. *Scaling finance for the sustainable development goals - Foreign Direct Investment, Financial Intermediation and Public-Private Partnerships.*

Velte, P. (2017). *Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany.*

Visco I. (2019). *Sviluppo sostenibile e rischi climatici: il ruolo delle banche centrali.*

Vollero A. (2013). *Il rischio di greenwashing nella comunicazione per la sostenibilità: implicazioni manageriali.*

Wagner G., Litterman R.B., Daniel K.D. (2018). *Applying Asset Pricing Theory to Calibrate the Price of Climate Risk.*

Walker, K., & Wan, F. (2012). *The harm of symbolic actions and greenwashing: Corporate actions and communications on environmental performance and their financial implications.*

## **Sitografia**

[A European Green Deal \(europa.eu\)](https://european-council.europa.eu/media/en/press-room/default.aspx?id=12122)

[Europe's state of the environment 2020: change of direction urgently needed to face climate change challenges, reverse degradation and ensure future prosperity – European Environment Agency \(europa.eu\)](https://www.eea.europa.eu/en/press/2020/06/06)

<https://cepr.org/voxeu/columns/central-banks-and-climate-policies-unpleasant-trade-offs-are-likely/>

<https://cepr.org/voxeu/columns/cop27-climate-finance-developing-countries-not-just-equitable-it-self-interest/>

<https://eccoclimate.org/it/>

<https://eu.usatoday.com/story/opinion/2021/03/16/wall-street-esg-sustainable-investing-greenwashing-column/6948923002/>

[https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth\\_en#details](https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en#details)

[https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/international-platform-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/international-platform-sustainable-finance_en)

<https://ocean.si.edu/through-time/ancient-seas/sea-level-rise>

<https://ourworldindata.org/co2-and-greenhouse-gas-emissions>

<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>

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

<https://www.cerved.com/cose-il-rating-esg-o-rating-di-sostenibilita/>

<https://www.climatepolicyinitiative.org/>

<https://www.consilium.europa.eu/it/policies/climate-finance/>

<https://www.iasplus.com/en/resources/sustainability/sustainability>

<https://www.icmagroup.org/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/contagio-crisi-fondi-esg-sono-piu-sicuri-ADgDujs>

<https://www.ilsole24ore.com/art/luci-e-ombre-boom-finanza-verde-ADciX5DB/>

<https://www.nber.org/>

<https://www.oecd.org/development/financing-sustainable-development/development-finance-topics/making-blended-finance-work-for-the-sustainable-development-goals-9789264288768-en.htm>

<https://www.oecd.org/environment/cc/green-investment-banks-9789264245129-en.htm>