

# POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in

Ingegneria Gestionale

Tesi di Laurea Magistrale

La finanza sostenibile e i fattori ESG



Relatrice:  
Rondi Laura

Candidata:  
Zaccardi Fiorenza

Anno Accademico 2022/2023

## Sommario

Introduzione .....	3
Capitolo 1 – Finanza sostenibile: aspetti generali, inquadramento storico e normativo .....	5
1.1 Che cos'è la finanza sostenibile e cosa sono i fattori ESG .....	5
1.1.1 Cosa sono i fattori ESG? .....	7
1.2 Il progresso storico.....	10
1.3 Regolamentazione normativa nella UE .....	12
1.4 La finanza sostenibile internazionale e il confronto con gli USA .....	16
Capitolo 2 – Gli investimenti ESG .....	24
Introduzione .....	24
2.1 Gli strumenti di finanziamento green per le imprese .....	25
2.1.1 Obbligazioni verdi ( o green bond) .....	27
2.1.2 Social bonds (casomai inserire anche le obbligazioni sostenibili) .....	28
2.2 Analisi del mercato dei titoli ESG.....	30
2.3 Il framework regolamentare europeo e il ruolo della CONSOB .....	30
2.4 La relazione tra i fattori ESG, la pandemia da COVID-19 e l'invasione dell'Ucraina .....	35
Capitolo 3 – Il rating ESG .....	38
Introduzione .....	38
3.1 Definizione e importanza del rating ESG .....	39
3.2 Le agenzie di rating.....	41
3.2.1 Materiality e cambiamento climatico.....	43
3.3 L'influenza del rating ESG sui prezzi delle azioni .....	46
3.4 L'approccio di MSCI per la costruzione del rating .....	49
3.5 Il metodo di Refinitiv per la costruzione del rating .....	53
3.5.1 La metodologia di calcolo dello <i>score</i> .....	54
3.5.2 Un esempio di discordanza: Refinitiv e il ricalcolo del rating durante il COVID-19.....	55
Capitolo 4 – Gli indici ESG.....	57
Introduzione .....	57
4.1 Definizione e utilizzo degli indici ESG .....	59
4.1.1 Le controversie .....	59
4.2 MSCI USA ESG Select Index .....	61
4.3 Bloomberg Global Equity ESG Index.....	65
4.4 Bloomberg MSCI Green Bond Indices .....	70
4.5 La discordanza dei rating e le sue implicazioni sulle performance di portafoglio .....	73
Capitolo 5 - Indici ESG e variabili d'impresa .....	76
Introduzione .....	76

5.1	ESG e caratteristiche del paese in cui l'impresa opera .....	78
5.2	Composizione del consiglio di amministrazione e compensi dei manager .....	81
5.3	Le caratteristiche della struttura proprietaria.....	83
5.4	Il rischio di impresa e i fattori ESG.....	85
5.5	Valore e performance nelle imprese.....	87
Conclusioni .....		89
Bibliografia.....		91

## Introduzione

Lo sviluppo sempre maggiore del concetto di sostenibilità applicato all'attività finanziaria ha portato alla creazione della cosiddetta "finanza sostenibile". Essa si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale.

Queste attività sostenibili sono a loro volta misurate attraverso i fattori ESG (Environmental, Social e Governance), ormai pietra miliare per la quasi totalità delle multinazionali operanti sul mercato. Il presente lavoro di tesi tenta di offrirne un'analisi partendo, nel primo capitolo, da una definizione ampia di quella che è la finanza sostenibile, per poi dare una definizione dei fattori ESG, fornendo in seguito una panoramica sulla normativa applicabile non solo a livello europeo e italiano, ma anche internazionale, e cercando di dare spunti per un'analisi comparativa tra i diversi sistemi finanziari a livello statale diverse nazioni.

L'elaborato, nel secondo capitolo, prosegue con l'introduzione dei prodotti cosiddetti green, quali green bond e social bond, approfondendo le ragioni della loro nascita, la natura e il loro sviluppo, per poi proseguire con l'analisi del mercato dei fattori ESG e in particolar modo sulla natura degli emittenti, sui mercati di quotazione e sulle valute di emissione. Successivamente ci sarà un approfondimento normativo sul mercato ESG, per poi finire in un'analisi di come il settore sia stato influenzato sia dalla pandemia da COVID-19, sia dall'invasione dell'Ucraina, che mette in luce le differenze tra le imprese (e gli stati) che hanno preferito un approccio graduale e flessibile al fenomeno ESG, e le imprese che hanno preferito avventate modifiche alla governance aziendale.

Il terzo capitolo prosegue con una descrizione chiara del rating ESG e la sua importanza negli investimenti, dando dapprima una definizione di quella che è un'agenzia di rating, e concentrandosi sui parametri che esse monitorano per presentare un giudizio obiettivo su ciascuno dei fattori ESG, con una sezione apposita sull'evoluzione dei fattori ambientali considerati ad oggi i più importanti. Il capitolo poi illustra la relazione positiva tra rating ESG più elevati e l'aumento del valore della società e dei rendimenti aziendali. Infine, viene descritta la formazione e la microstruttura dei rating ESG emessi da società leader come MSCI.

Nel quarto capitolo viene data una descrizione ampia di quelli che sono gli indici ESG, analizzandoli da una prospettiva empirica; inoltre, verrà fatto un focus sulla sequenza di eventi che determina l'entrata o l'uscita di una società da un indice ESG. Nel capitolo si analizzano poi alcuni dei più importanti indici ESG attualmente in circolazione, a partire dall'MSCI USA ESG Select Index, seguito dal Bloomberg Global Equity ESG Index e dall'MSCI Green Bond Indices. Tali indici sono stati selezionati perché i primi due coprono il mercato azionario e il terzo le obbligazioni green,

cogliendo così le differenze tra gli indici, in particolare per quanto riguarda i criteri di ammissibilità, permanenza ed esclusione delle società all'interno degli indici. Questi indici, inoltre, sono pubblicati da due agenzie di rating ESG diverse, MSCI e Bloomberg, che però collaborano per il terzo indice; quindi, viene messa in luce quale sia la natura di questo legame e per quale motivo è stato necessario, a fronte di una forte concorrenza in altri settori.

Infine, nel quinto capitolo sarà evidenziata la relazione tra fattori ESG e variabili d'impresa alla luce della letteratura più recente sull'argomento. L'analisi verterà in particolare sulle variabili geografiche e geopolitiche, sui compensi dei manager in base agli obiettivi ESG raggiunti (e a come devono essere assegnati e misurati), alle caratteristiche della struttura societaria (dall'impresa familiare a quella pubblica, passando per le società amministrate da investitori istituzionali), per concludere con una sintesi sul legame da un lato tra rischio di impresa e ESG, e dall'altro dai rapporti di causa-effetto che uno sviluppo dei fattori ESG comporta sulle performance societarie.

## Capitolo 1 – Finanza sostenibile: aspetti generali, inquadramento storico e normativo

### 1.1 Che cos'è la finanza sostenibile e cosa sono i fattori ESG

Il tema che ha avuto il maggiore impatto sull'economia mondiale negli ultimi 20 anni è la globalizzazione. Essa ha cambiato radicalmente lo sviluppo del sistema economico originario e ha contribuito al processo di trasformazione sociale, di cui ancora oggi si stanno sperimentando gli effetti. Più in dettaglio, secondo *Frey et al. (2014)*:

*“La globalizzazione dell’attività economica e finanziaria che si è progressivamente consolidata negli ultimi due secoli ha minato progressivamente gli equilibri ambientali della biosfera non solo a livello locale (deforestazione, desertificazione, inquinamento di fiumi e mari, smog, ecc.), ma anche a livello globale (riscaldamento dell’atmosfera, buco dell’ozono, perdita di biodiversità, esaurimento di risorse naturali, ecc.). Questa tendenza ha avuto alti e bassi, ma le esternalità negative della globalizzazione hanno continuato a cumulare i propri effetti.”*

Prima di dare una definizione di finanza sostenibile bisogna innanzitutto definire il concetto di Sviluppo sostenibile, che prende piede per la prima volta in *Brundtland (1987)*. In questo documento la sostenibilità è vista come:

*“uno sviluppo in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri”.*

In questa frase lo sviluppo sostenibile viene legato alla salvaguardia dell’ambiente e tale collegamento verrà ripreso successivamente nella Conferenza delle Nazioni Unite effettuata a Rio de Janeiro nel 1992 (*United Nations Sustainable Development, 1992*).

A seguito di questa affermazione ci sono stati diversi economisti che hanno iniziato ad affermare che ci sia una correlazione tra finanza e sostenibilità. Ad esempio, *Soppe (2004)*, scrisse:

*“Tutti i contributi originali dell’approccio macroeconomico, inclusa la letteratura monetaria, convergono nel suggerire che ci sia una forte correlazione positiva tra l’estensione dello sviluppo finanziario e la crescita economica.”*

Soppe riconosce che si possa collegare il concetto di sostenibilità al paradigma tradizionale della finanza se si riconoscono la funzione di riserva di valore della moneta e del capitale (che fa sì che la finanza sia lo strumento ideale con il quale soddisfare anche i bisogni delle generazioni future) e il carattere servente della finanza rispetto all'economia reale e ai relativi processi produttivi.

Nel corso del tempo è cresciuta la consapevolezza che l'integrazione nei processi economici di considerazioni ambientali e sociali non può prescindere dalla governance dei soggetti decisori, pubblici e privati, infatti, secondo quanto sostenuto da *Porter e Reinhardt (2007)* le imprese:

*“persistono nel trattare i problemi del cambiamento climatico esclusivamente come un problema di responsabilità sociale anziché di business non faranno altro che incorrere in grandi rischi.”*

Una definizione precisa di finanza sostenibile non esiste e questo da un lato è una ricchezza, perché ha permesso di costruire approcci differenti per questo modo di vedere l'investimento. Dall'altro lato costituisce però un problema, perché è un fattore che può creare confusione. Inoltre, nemmeno sulla terminologia c'è accordo: si parla di finanza etica, finanza socialmente responsabile, finanza green, finanza a impatto, finanza ESG, che integra considerazioni ambientali, sociali e di governance.

A tal proposito nel 2014 il Forum per la finanza sostenibile attraverso un gruppo di lavoro costituito dai principali attori della finanza sostenibile in Italia ha fornito per primo in Italia una propria definizione di finanza sostenibile<sup>1</sup>:

*“L'Investimento Sostenibile e Responsabile è una strategia di investimento orientata al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese e istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella ambientale, sociale e di buon governo, al fine di creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso.”*

Quindi la caratteristica fondamentale della finanza sostenibile è la scelta consapevole di investire in una società o fondo di investimento considerato attento alle questioni sociali, ambientali e di governance. Dato che si tratta di finanza e di investimenti, l'obiettivo resta quello di realizzare profitti nel lungo termine, non solo nel breve.

---

<sup>1</sup> [https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903\\_Posizione\\_ufficiale\\_SRI\\_FFS.pdf](https://finanzasostenibile.it/wp-content/uploads/2016/08/140903_Posizione_ufficiale_SRI_FFS.pdf) (consultato il 24/10/2022).

Allo stato attuale emerge in maniera evidente la necessità di fornire una definizione più completa di quella che è la finanza sostenibile, e a tal proposito l'art. 3 del Regolamento (UE) 2020/852 (*v. infra, paragrafo 2.3*) stabilisce che un'attività economica è considerata sostenibile se:

- a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali e sono considerati obiettivi ambientali:
  - o la mitigazione dei cambiamenti climatici;
  - o l'adattamento ai cambiamenti climatici;
  - o l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; o la transizione verso un'economia circolare; o la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento;
  - o la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi;
- b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi sopra menzionati;
- c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia previste;
- d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione.

#### 1.1.1 Cosa sono i fattori ESG?

I fattori ESG (Environmental, Social and Governance) sono fattori utilizzati per valutare gli investimenti sostenibili, che possono essere applicati a tutti i settori di investimento industriale e commerciale, come ad esempio portafogli o fondi ESG, azioni ESG aziendali, bandi di gara e disposizioni pubbliche con un Focus ESG. Varie istituzioni come PRI (Principles for Responsible Investment) ed Eurosif (European Sustainable Investments Forum) sono state create negli ultimi anni con l'obiettivo di garantire una certa standardizzazione di criteri e strumenti per valutare e investire in ESG. Volendo sintetizzare le diverse posizioni per ogni lettera dell'acronimo ESG:

- E come Environment (“ambiente”): l'impatto che l'azienda ha su territorio e ambiente, come l'impronta ecologica ed emissioni di CO<sub>2</sub>, la gestione di risorse naturali come l'acqua e la biodiversità e l'impatto sulle stesse, i rifiuti e l'inquinamento, la creazione di possibilità e le opportunità in relazione all'ambiente, come le tecnologie pulite e le energie rinnovabili;
- G come Governance (“gestione aziendale”): le iniziative che hanno un riscontro in ambito sociale, come la composizione del Consiglio di Amministrazione e della Direzione, i compensi e l'assetto proprietario, la conduzione aziendale ad esempio per quanto riguarda l'etica, la trasparenza e la lotta contro la corruzione;
- S come Social (“sociale”): il sistema interno di pratiche, controlli e procedure adottato per autogovernarsi e il capitale umano, ad esempio sicurezza, salute e formazione continua dei



dipendenti, responsabilità per il prodotto, quindi sicurezza del prodotto e dei dati o possibilità e opportunità nella sfera sociale.

Ambientali	Sociali	Governance
Il modo in cui una società utilizza le risorse e l'energia, il modo in cui gestisce i rifiuti e le emissioni, così come i piani per il cambiamento climatico possono essere criteri ambientali importanti.	Il modo in cui una società tratta la propria forza lavoro, il modo in cui si occupa della salute e della sicurezza e il modo in cui si relaziona con le comunità locali in cui opera possono essere criteri sociali importanti.	La diversità all'interno di una società, l'etica aziendale, la struttura remunerativa dei dipendenti, l'indipendenza del consiglio di amministrazione e l'azionariato possono essere criteri di governance importanti.
 Energia	 Lavoro	 Etica
 Rifiuti	 Comunità	 Diversità
 Materiali	 Salute e sanità	 Azionariato

Figura 1.1. Definizioni ed esempi di fattori ESG. Fonte: Borsa Italiana

Alla fine, l'idea di base è che i criteri ESG possano migliorare il rischio e rendimento delle aziende e dei portafogli degli investitori attraverso la considerazione e valorizzazione di diversi aspetti, per esempio:

- interrogarsi su come dare credito ai soggetti più deboli, esclusi dai servizi finanziari;
- sui diritti umani e del lavoro;
- sulla trasparenza;
- sulle forme di governance e partecipazione;
- sull'asimmetria informativa tra chi offre un prodotto e chi lo acquista;
- sui comportamenti in ambito fiscale; sulle paghe dei dirigenti;
- su un modello che ragiona su orizzonti di brevissimo periodo;
- sulla speculazione e su molto altro ancora.

In generale si tratta di promuovere un modello aziendale di sostenibilità ampio a sfavore di uno che ragiona su orizzonti di brevissimo periodo, sulla speculazione e sulla ricerca del massimo profitto nel minore tempo possibile.

Le questioni ambientali, sociali e di governance possono avere impatti positivi o negativi su famiglie, imprese e istituzioni finanziarie. Soprattutto oggi, è sempre più sottolineato. come i cambiamenti climatici il degrado ambientale e la relativa transizione verso un'economia sostenibile dal punto di vista ambientale cambieranno l'economia reale e come ciò influenzerà il settore finanziario attraverso

nuovi rischi e opportunità. L'importanza dei fattori ESG è stata rimarcata da *Linciano et al. (2021)* che affermano che:

*“Nella versione più evoluta di finanza sostenibile, si afferma un modello in cui i fattori ESG non sono più vincoli alla massimizzazione degli obiettivi bensì sono essi stessi parte degli obiettivi”.*

Quindi i fattori ESG sono fondamentali affinché gli attori economici possano prendere decisioni rispettose per lo sviluppo sostenibile e per far sì che ciò avvenga sono necessari dati, informazioni, metriche e modelli di analisi adeguati alla misurazione delle caratteristiche ESG di attività economiche e finanziarie. A tal fine, svolgono un ruolo centrale sia le imprese che le agenzie di rating ESG<sup>2</sup>.

In conclusione, i fattori ESG servono per valutare se un investimento finanziario è fatto su imprese che promuovono scelte aziendali sostenibili, in linea con gli obiettivi dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, dell'Accordo di Parigi e del Global Compact delle Nazioni Unite di cui parleremo nei paragrafi successivi e si può già affermare che questi fattori giocheranno un ruolo fondamentale non solo nel determinare il rischio e il rendimento di un investimento, ma anche la distribuzione del credito.

---

<sup>2</sup> Spesso si confonde il concetto dei fattori ESG con il concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR), ma i fattori ESG sono quantificati da indici finanziari che permettono di valutare il rischio di un investimento, mentre la CSR è un insieme di comportamenti che l'impresa tende ad attuare.

## 1.2 Il progresso storico

Risalire ad una data specifica di nascita della finanza sostenibile è impossibile. Tuttavia, le prime riflessioni sulla possibilità di utilizzare il denaro come investimento nel rispetto dei principi e dei valori etici risalgono alla metà del 1700, dalle grandi religioni monoteiste, come il Cristianesimo (*Viscovi et al., 2020*).

Infatti, le prime forme di Investimento Socialmente Responsabile (SRI), sono state create dalle comunità religiose dei Quaccheri e dei Metodisti del XVII secolo negli Stati Uniti, che non accettavano gli investimenti nei settori degli alcolici, droghe, gioco d'azzardo e schiavitù.

La cosiddetta finanza sostenibile moderna inizia a prendere forma nei primi decenni del Novecento: nel 1928 viene lanciato negli Stati Uniti, dalla Chiesa Evangelica Americana, il primo fondo che applica un filtro di investimento etico, dal nome "Pioneer Fund".

Ci sono voluti quasi 70 anni prima che il primo fondo etico, il Sanpaolo Azionario Internazionale Etico, venisse lanciato in Italia nel 1997.

Durante gli anni '60 e '70, i movimenti di protesta contro la guerra del Vietnam e il regime sudafricano dell'Apartheid hanno portato ad una forte affermazione della finanza sostenibile su scala più ampia, inducendo le università americane a disinvestire nei fondi in Sudafrica<sup>3</sup>.

Per reazione vennero enunciati nel 1977 i Principi di Sullivan<sup>4</sup> che incoraggiavano le società statunitensi operanti in Sudafrica all'adozione di buone pratiche.

Negli stessi anni venne organizzata, per la prima volta, da Ralph Nader ed un gruppo di attivisti, una campagna degli azionisti, con lo scopo di rendere la General Motors più socialmente responsabile, avanzando 9 *resolution* alla casa costruttrice americana in merito al rispetto delle minoranze, dei lavoratori e dei consumatori<sup>5</sup>.

Successivamente venne creato un comitato di politica pubblica per studiare la performance sociale della stessa azienda e nel consiglio di amministrazione venne nominato il reverendo Sullivan (*v. supra*).

Nel 1971 è stato lanciato il fondo etico Pax World Fund negli Stati Uniti, che essendo il primo best-in-class fund, mirava ad una clientela più grande e cercava di generare risultati che rispecchiassero i criteri ESG.

---

<sup>3</sup> <https://www.financialounge.com/news/2021/09/23/cosa-sono-e-come-nascono-fondi-sostenibili/?y=5096.7998046875> (consultato il 24/10/2022).

<sup>4</sup> <https://philadelphiaencyclopedia.org/essays/sullivan-principles/> (consultato il 24/10/2022).

<sup>5</sup> Si veda in proposito Nader R. (1967) *L'auto che uccide*. Bompiani.

Alla luce dell'esempio di Nader, alcuni anni più tardi, le comunità religiose statunitensi fondarono ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility), la più grande associazione internazionale che promuove l'azionariato attivo.

Da allora, la finanza sostenibile è diventata sempre più popolare, soprattutto nei Paesi anglosassoni. Negli anni '80 il fenomeno inizia ad espandersi anche in Europa; infatti, nel 1984 viene lanciato il fondo Friends Provident's Stewardship Trust, in particolare nel Regno Unito.

Negli anni '90 sono apparsi i primi indici azionari etici, sempre negli Stati Uniti, come riferimento per gli investitori interessati a orientare i propri portafogli di investimento in una direzione socialmente responsabile: il primo indice etico al mondo fu Dow Jones Sustainability Index, che valuta e compensa le aziende più performanti sulla base di criteri economici, ambientali e sociali<sup>6</sup>.

In generale, gli indici di sostenibilità in borsa si compongono di titoli selezionati valutando le aziende emittenti secondo i criteri ESG (Environment, Society e Governance) e funzionano anche come benchmark per valutare le performance di singoli titoli all'interno di un portafoglio, che quindi può essere composto proprio sulla base dei criteri di sostenibilità ricercati. Indici come il Dow Jones Sustainability servono pertanto a creare specifici prodotti di investimento nell'ambito della finanza sostenibile.

Infine, nel 2001, sono stati lanciati gli indici Ftse4Good della Borsa di Londra. La serie di indici FTSE4Good è una raccolta di indici azionari ESG o socialmente responsabili amministrati dal Financial Times Stock Exchange-Russell Group (FTSE). Lo scopo di questi indici è quello di evidenziare le aziende che ottengono punteggi elevati nelle misure di responsabilità sociale d'impresa (CSR).

Nel 2006 il lancio dell'Iniziativa finanziaria dei Principi per l'Investimento Responsabile (PRI) da parte Programma delle Nazioni Unite per l'ambiente (UNEP-FI) ha rappresentato un punto di svolta a livello globale, che hanno portato molti protagonisti del mondo finanziario a integrare i criteri ESG negli investimenti e negli anni successivi si è affermata come punto di riferimento globale per la finanza sostenibile, successivamente l'appuntamento annuale PRI si è affermato come principale evento mondiale della finanza sostenibile.

---

<sup>6</sup> Oggi recensisce un paniere di 2500 aziende in diversi settori economici, dalle quali seleziona le più soddisfacenti in termini di sostenibilità e opera attraverso una partnership strategica tra S&P Dow Jones Indices e RobecoSAM, una società di investimenti internazionale focalizzata sulla sostenibilità finanziaria.

Il Dow Jones Sustainability Index viene revisionato ogni anno nel mese di settembre e monitorato ogni quattro mesi.

In Italia, il Forum per la Finanza Sostenibile è stato istituito nel 2001 ed è diventato l'organizzazione nazionale di riferimento per la promozione di questo approccio di investimento e dal 2012 organizza la Settimana della Finanza Sostenibile.

### 1.3 Regolamentazione normativa nella UE

Nell'ultimo decennio, la considerazione da parte dell'Unione Europea della sostenibilità aziendale è aumentata in modo significativo in seguito all'adozione della Direttiva sulle informazioni non finanziarie (Direttiva 2014/95/UE), che obbliga le grandi aziende europee a rendicontare gli impatti ambientali e sociali delle loro attività.

Interessante anche ricordare un intervento europeo più antico, che è stato adottato nel 2004 dalla Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE).

In questo contesto, subito dopo il Global Compact delle Nazioni Unite, il legislatore europeo ha preso in considerazione in modo più ampio gli interessi dell'azienda target, estendendoli anche all'impatto dell'offerta sull'occupazione e all'ubicazione dei siti produttivi dell'azienda.

Le modifiche alla Direttiva sui diritti degli azionisti (Direttiva 2017/828/UE) sono andate nella stessa direzione, per rafforzare il perseguimento di obiettivi a lungo termine sia per gli investitori che per gli emittenti, combinando una prospettiva a lungo termine con il concetto di sostenibilità. Per le società quotate, questo approccio si riflette in particolare nelle nuove regole sulle politiche di remunerazione degli amministratori, dove il legislatore europeo ha definito linee guida per guidare le società nella definizione delle politiche di remunerazione degli amministratori.

La Direttiva richiedeva inoltre alle società quotate in borsa di rivelare la rotazione annuale degli amministratori in relazione alle prestazioni aziendali e alla retribuzione dei dipendenti.

Il 25 settembre 2015 l'Assemblea generale delle Nazioni Unite ha adottato il Piano d'azione dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, articolato in 169 “target” raggruppati in 17 macro-obiettivi, chiamati Sustainable Development Goals o SDG, da conseguire in ambito ambientale, economico, sociale e istituzionale entro il 2030, riportati nella Figura 1.2.

# OBIETTIVI PER LO SVILUPPO SOSTENIBILE



Figura 1.2: Agenda 2030, obiettivi per lo sviluppo sostenibile.

In linea con l'importante ruolo svolto dall'Unione Europea nella definizione dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, quest'ultima sosterrà anche la fase di attuazione, integrando gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) nelle politiche europee (Timpano e Fedeli, 2019).

Nello stesso anno, con la firma dell'Accordo di Parigi, la Commissione Europea ha convenuto che gli obiettivi relativi alla riduzione dei gas serra (-40%), percentuale di fabbisogno energetico soddisfatto attraverso fonti rinnovabili (32%) e miglioramento dell'efficienza energetica rispetto al 1990 (+32,5%), dovrebbero essere raggiunti entro il 2030.

Nel febbraio 2020, la Commissione europea ha pubblicato il rapporto per Paese 2020, dove si trova un'analisi più approfondita degli SDG.

Inoltre, è presente anche una sezione dedicata alla sostenibilità ambientale, volta a sostenere le iniziative degli Stati membri e ad individuare sinergie e possibili compromessi tra politiche ambientali, sociali ed economiche a livello nazionale.

Un apposito allegato alle relazioni per Paese individua, inoltre, le prestazioni di ciascun paese membro in relazione agli SDG e monitora i progressi rispetto agli indicatori prodotti da Eurostat.

La Commissione europea ha inoltre chiesto agli Stati membri di monitorare l'attuazione degli SDG nei loro programmi nazionali di riforma (PNR), ciò consente di cogliere la dimensione economica trasversale delle politiche relative agli SDG.

Per quanto riguarda gli aspetti più legati alle dinamiche finanziarie e agli strumenti a sostegno degli obiettivi di crescita sostenibile, è quindi relativi all'attuazione dell'Agenda 2030, le istituzioni europee hanno sviluppato una serie completa di riforme dei mercati finanziari.

A dicembre 2016 in questo programma è stato costituito, dalla Commissione europea, un gruppo di esperti (High-Level Expert Group on Sustainable Finance), con il compito di formulare raccomandazioni per lo sviluppo della finanza sostenibile.

A seguito delle raccomandazioni del gruppo di esperti, nel marzo 2018 la Commissione europea ha pubblicato il Piano d'azione per il finanziamento della crescita sostenibile, l'Action Plan on Financing Sustainable Growth, che ha l'obiettivo di facilitare gli investimenti in progetti sostenibili, integrando criteri ambientali, sociali, e di governance nella gestione del rischio e negli orizzonti temporali valutati dagli stakeholder finanziari.

In particolare, le azioni previste sono:

- Migliorare la trasparenza e promuovere un approccio di lungo termine nelle attività finanziarie;
- Direzione dei flussi finanziari verso investimenti sostenibili;
- Gestire meglio i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, dal consumo di risorse, dal degrado ambientale e dalle disuguaglianze sociali.

Infine, verranno attuate dieci azioni fondamentali per indirizzare i flussi di capitale verso un'attività economica più sostenibile, che sono:

1. Introdurre una "tassonomia" europea per la finanza sostenibile, per la definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili
2. Creare standard e certificazioni di qualità per i prodotti finanziari sostenibili, per garantirne la credibilità e rafforzare la fiducia degli investitori
3. Incrementare gli investimenti verso progetti sostenibili
4. Modificare le Direttive MiFID II e IDD e le linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti, per garantire che le preferenze in materia di sostenibilità siano tenute in considerazione nella valutazione dell'adeguatezza
5. Rendere più trasparenti le metodologie adottate dagli index provider nella costruzione dei benchmark di sostenibilità, elaborando anche gli indici di riferimento
6. Stimolare l'integrazione dei criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) da parte delle società di rating e di ricerca di mercato
7. Introdurre i criteri di sostenibilità nella definizione di dovere fiduciario, che vincola gli investitori istituzionali ad agire nel migliore interesse dei beneficiari

8. Valutare una riduzione nei requisiti patrimoniali delle banche in relazione agli investimenti sostenibili in materia ambientale (c.d. “green supporting factor”), nel caso in cui i profili di rischio siano effettivamente inferiori
9. Migliorare qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle imprese
10. Incoraggiare l’integrazione dei criteri ESG nel governo societario e attenuare la visione di breve periodo da parte dei mercati dei capitali.

Molto importante è il Regolamento UE 2018/1999 relativo alla governance dell’Unione dell’energia e dell’azione per il clima, che stabilisce procedure e le azioni da intraprendere per raggiungere specifici obiettivi energetici e climatici entro il 2030, ossia:

- riduzione delle emissioni di gas ad effetto serra di almeno il 40% rispetto al 1990;
- incremento della quota di energia da fonti rinnovabili nel consumo finale lordo di energia del 32%;
- aumento di almeno il 32,5% dell’efficienza energetica, con specifici obblighi di risparmio energetico per ciascun Stato membro.

Al fine di conseguire tali obiettivi, il Regolamento UE delinea cinque macroaree di manovra, che sono: sicurezza energetica; mercato interno dell’energia; efficienza energetica; decarbonizzazione; ricerca, innovazione e competitività.

Da allora, la Commissione Europea ha sviluppato un'altra serie di proposte di Regolamenti, ossia:

1. Un sistema di classificazione armonizzato a livello dell’UE (“tassonomia”);
2. Obblighi degli investitori e adempimenti informativi, al fine di introdurre coerenza e chiarezza sulle modalità con cui gli investitori istituzionali integrano i fattori ESG nel loro processo decisionale;
3. Indici per investimenti a basso impatto di carbonio;
4. Una migliore consulenza ai clienti in materia di sostenibilità, al fine di valutare come integrare in maniera efficace considerazioni d’ordine ambientale, sociale e di governance nella consulenza fornita dalle imprese di investimento e dai distributori di prodotti assicurativi ai singoli clienti.

In un contesto analogo è stato inserito anche il Regolamento UE 2019/2088 (“SFDR”), che fornisce ai partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari nuovi obblighi di trasparenza per quanto



riguarda l'integrazione dei rischi per la sostenibilità nei processi di investimento e la valutazione degli impatti negativi rilevanti, oltre una chiara identificazione delle caratteristiche ambientali o sociali promosse dai prodotti finanziari e dei prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili.

Successivamente, la Commissione Europea ha adottato un atto delegato sulle informazioni richieste dalle imprese finanziarie e non finanziarie ai sensi del succitato Regolamento (UE) 2020/852 (il cosiddetto “Regolamento sulla Tassonomia”), che oltre a specificare il concetto di sostenibilità, specifica anche il contenuto, la metodologia e la presentazione delle informazioni che le grandi società finanziarie e le altre imprese sono tenute a riferire sulla percentuale della loro attività di negoziazione, investimento o prestito in linea con la tassonomia dell'UE.

Pertanto, a livello europeo la sostenibilità sarà fondamentale nel raggiungimento degli obiettivi del Green Deal europeo.

#### 1.4 La finanza sostenibile internazionale e il confronto con gli USA<sup>7</sup>

A livello internazionale ci sono state diverse iniziative per quanto riguarda la finanza sostenibile, tra cui la prima nell'anno 2000, il Global Compact delle Nazioni Unite.

Il Global Compact è un'iniziativa volontaria lanciata nel 1999 da Kofi Annan, che allora era Segretario delle Nazioni Unite, al World Economic Forum di Davos nel 1999, con l'obiettivo di promuovere una cultura della responsabilità sociale d'impresa nel mondo.

Durante il suo discorso, Kofi Annan invitò i leader del mondo imprenditoriale a sostenere e attuare i nove principi universali (divenuti dieci principi universali nel giugno 2000) nelle aree dei diritti umani, del lavoro, della protezione ambientale e della lotta alla corruzione (gli odierni SDG). L'accordo prevedeva che le aziende con una visione strategica a lungo termine incentrata su responsabilità sociale, innovazione e responsabilità, potessero contribuire ad una nuova globalizzazione caratterizzata da sostenibilità, cooperazione internazionale e partnership in un ambiente multi-stakeholder, che avrebbe garantito opportunità di condividerne i benefici.

Dal 2000, quando l'iniziativa è stata lanciata, il Global Compact si è progressivamente evoluto in un vero e proprio forum globale, per affrontare gli aspetti più importanti della globalizzazione<sup>8</sup>. Il Global Compact oggi è una rete che riunisce governi, imprese, agenzie delle Nazioni Unite, sindacati e società civile per contribuire ad un'economia globale più inclusiva e sostenibile, condividendo, implementando e diffondendo i principi e i valori dell'iniziativa.

---

<sup>7</sup> Per approfondimenti si può consultare, tra gli altri *Rapporto Assonime (2021)*.

<sup>8</sup> Una versione aggiornata di cosa è oggi il Global Compact si trova in <https://www.unglobalcompact.org/> (consultato il 24/10/2022).

I dieci principi del Global Compact fanno riferimento a:

Diritti umani:

- Promuovere e rispettare i diritti umani universalmente riconosciuti nell'ambito delle rispettive sfere di influenza;
- Assicurarci di non essere, seppure indirettamente, complici negli abusi dei diritti umani.

Lavoro:

- Sostenere la libertà di associazione dei lavoratori e riconoscere il diritto alla contrattazione collettiva;
- Eliminare tutte le forme di lavoro forzato e obbligatorio;
- Eliminare effettivamente il lavoro minorile;
- Eliminare ogni forma di discriminazione in materia di impiego e professione.

Ambiente:

- sostenere un approccio preventivo nei confronti delle sfide ambientali;
- intraprendere iniziative che promuovano una maggiore responsabilità ambientale;
- incoraggiare lo sviluppo e la diffusione di tecnologie che rispettino l'ambiente.

Lotta alla corruzione:

- contrastare la corruzione in ogni sua forma, incluse l'estorsione e le tangenti.

Nel 2011, il Consiglio dei Diritti Umani delle Nazioni Unite ha adottato i Principi Guida su imprese e diritti umani (GP), che sono gli strumenti pratici del quadro delle Nazioni Unite per la protezione, il rispetto e la promozione delle imprese e dei diritti umani<sup>9</sup>.

Il documento definisce un insieme di regole di condotta sui diritti umani, sia per le imprese che per gli Stati, preposti al loro monitoraggio, rispondendo all'esigenza di colmare il gap normativo esistente a livello internazionale in relazione al potenziale impatto negativo delle attività commerciali sulla tutela dei diritti umani.

I Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani sono considerati lo standard di riferimento globale per identificare e valutare l'impatto sui diritti umani delle attività commerciali.

I Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani si basano su tre pilastri:

---

<sup>9</sup> La cui traduzione italiana si può trovare su:

[https://www.cnr.it/sites/default/files/public/media/attivita/editoria/Fasciglione\\_Principi\\_Guida\\_ONU\\_impresa\\_diritti\\_umani.pdf](https://www.cnr.it/sites/default/files/public/media/attivita/editoria/Fasciglione_Principi_Guida_ONU_impresa_diritti_umani.pdf) (consultato il 24/10/2022).

- L'obbligo degli Stati sancito dal diritto internazionale di evitare che attori privati, incluse le imprese, violino i diritti umani sul loro territorio e/o nella loro giurisdizione (duty to protect);
- La responsabilità delle imprese di rispettare i diritti umani, di radicare la tutela di tali diritti nelle procedure operative e nella cultura aziendale, e di adottare misure adeguate per prevenire, mitigare e all'occorrenza offrire riparazione (responsibility to respect);
- La responsabilità congiunta degli Stati e delle imprese di garantire alle vittime di violazioni dei diritti umani l'accesso a rimedi efficaci e alla riparazione (access to remedy).

I principi sono riassunti nella Figura 1.3.



Figura 1.3: Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani. Fonte: rielaborazione propria.

Secondo questi principi, le aziende in quanto organismi speciali della società sono responsabili dell'osservanza dei diritti umani (responsibility to respect).

Questa definizione sottolinea che le imprese, a differenza degli Stati, non sono dei garanti del rispetto dei diritti umani (duty bearers), ma ne sono responsabili.

Di conseguenza, il secondo e il terzo pilastro richiedono chiaramente che i rischi per i diritti umani siano inclusi nella due diligence e che gli effetti negativi sui diritti umani siano adeguatamente affrontati.

Nel 2012, le Nazioni Unite hanno pubblicato le Linee guida interpretative per aiutare le aziende a conformarsi ai Principi Guida e nello stesso anno, sono state aggiornate le "Linee guida dell'OCSE

per le imprese multinazionali”<sup>10</sup> dai paesi membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), nonché dai paesi che non sono membri ma che rispettano la Dichiarazione dell'OCSE sugli investimenti internazionali e le imprese multinazionali, introducendo un nuovo capitolo sui diritti umani<sup>11</sup>.

Da qui si evince che è molto importante l'impegno a non violare i diritti umani (o a ridurre al minimo qualsiasi impatto negativo sulla propria attività) e a condurre gli affari in modo responsabile. La responsabilità deve riflettersi nelle politiche aziendali approvate dall'alta dirigenza dell'azienda e adeguatamente comunicate all'esterno.

Tali politiche dovrebbero essere condivise internamente ed esternamente e dovrebbero essere integrate nel sistema di gestione, nel rispetto della struttura e della funzione più appropriate, stabilendo procedure adeguate per identificare e prevenire qualsiasi impatto negativo delle attività aziendali nel sistema di gestione, applicando strumenti e misure per fermare, ridurre al minimo o rimediare agli impatti negativi e mettere in atto procedure per monitorare queste attività.

Nel 2018 l'OCSE ha pubblicato una Guida sul dovere di diligenza (due diligence) per la condotta d'impresa responsabile<sup>12</sup>, che serve a fornire alle aziende un supporto pratico nell'attuazione delle Linee guida OCSE per le imprese multinazionali, attraverso illustrazioni dettagliate delle raccomandazioni di valutazione e delle relative disposizioni.

La linea guida dell'OCSE 2018 fornisce raccomandazioni specifiche per le aziende per implementare la responsabilità per una condotta aziendale responsabile e delinea le azioni pratiche per incorporare tale comportamento nelle politiche aziendali e nel suo sistema di gestione.

Da tutte queste iniziative e dagli standard emanati, emerge un quadro nuovo e onnipresente per le aziende, in particolare dalle Linee guida delle Nazioni Unite del 2012 e dall'OCSE del 2018.

Questi, infatti, non si limitano a fissare principi e standard astratti, ma raccomandano comportamenti specifici, anche organizzativi, per le aziende.

Nel 2015, come accennato in precedenza, le Nazioni Unite hanno definito l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile.

Nello stesso anno, l'Accordo di Parigi, concluso tra gli Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sul clima del 1992, ha tentato di dare una risposta globale, efficace e progressiva alla minaccia dei cambiamenti climatici.

---

<sup>10</sup> <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesITALIANO.pdf> (consultato il 24/10/2022).

<sup>11</sup> [https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR\\_EN.pdf](https://www.ohchr.org/sites/default/files/Documents/Publications/GuidingPrinciplesBusinessHR_EN.pdf) (consultato il 24/10/2022).

<sup>12</sup> <https://mneguidelines.oecd.org/Guida-dell-ocse-sul-dovere-di-diligenza-per-la-condotta-d-impresa-responsabile.pdf> (consultato il 24/10/2022).

Con questa finalità, gli Stati partecipanti hanno individuato alcuni obiettivi fondamentali di mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici e, negli ultimi anni, si è registrato un incremento significativo di legislazioni nazionali e regionali, e più in generale di policy che informano le attività degli Stati, che affrontano il tema del cambiamento climatico, e che hanno creato nuovi obblighi anche agli operatori del mercato.

Inoltre, le stesse imprese hanno spesso assunto volontariamente l'impegno di allinearsi con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

L'accordo è stato negoziato dai 197 Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC) ed è stato adottato a Le Bourget, vicino a Parigi, il 12 dicembre 2015, durante la sua ventunesima sessione<sup>13</sup>.

L'esito della COP21 si compone di due parti: l'Accordo di Parigi stesso e la Decisione COP, che da un lato ratifica l'Accordo e, dall'altro, stabilisce le tappe da seguire negli anni successivi, prima dell'entrata in vigore dell'Accordo.

Le Parti contraenti dell'Accordo sono tutte riunite da un obiettivo comune, che è quello di contenere l'innalzamento a lungo termine della temperatura media globale al di sotto della soglia dei 2°C dei livelli preindustriali e limitare tale aumento a 1,5°C.

---

<sup>13</sup> <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement/the-paris-agreement> (consultato il 24/10/2022).

Oltre questo obiettivo gli altri elementi principali stabiliti dall'Accordo sono<sup>14</sup>:

- Ridurre le emissioni globali di CO<sub>2</sub>;
- Tutti i paesi, in modo legalmente vincolante, devono incontrarsi ogni cinque anni per valutare i progressi verso obiettivi a lungo termine e devono informarsi reciprocamente e pubblicamente dei risultati, in modo da aggiornare e migliorare i propri contributi e garantire la massima trasparenza e controllo;
- Gli obiettivi di riduzione dei singoli Paesi devono essere chiari e misurabili. Ogni obiettivo successivo deve essere prefissato sulla base del precedente ed essere il più ambizioso possibile. I Paesi che hanno già previsto un obiettivo di riduzione fino al 2030 possono confermarlo per il periodo 2025-2030, senza dover aumentare la prestazione di riduzione.
- Come si legge nell'articolo 6 dell'Accordo di Parigi sul clima, sono ammesse due tipi di riduzioni delle emissioni conseguite all'estero: quelle che risultano da un meccanismo regolato dall'Accordo e quelle che risultano da accordi bilaterali e multilaterali.
- Altro elemento dell'Accordo è fornire ai paesi più poveri un sostegno internazionale continuo e più consistente all'adattamento, mettendo così fine alla distinzione di principio fra Paesi industrializzati e Paesi in via di sviluppo. L'obiettivo di riduzione di ogni Paese è quantificato in base alla propria responsabilità e alle capacità variabili in ambito climatico. I paesi sviluppati prevedono non solo di mobilitare 100 miliardi di dollari all'anno entro il 2020, ma anche di estendere questo periodo fino al 2025. Dopo tale termine, verrà stabilito un nuovo obiettivo.

L'accordo di Parigi sul clima riconosce anche l'importanza di affrontare i costi e le conseguenze degli effetti negativi del surriscaldamento globale e la necessità di lavorare insieme, per preparare alle emergenze e garantire contro i rischi<sup>15</sup>.

Per gli Stati Uniti, l'accordo internazionale di Parigi è stato negoziato dall'ex presidente Barack Obama e firmato nel dicembre 2015 da 195 paesi, sotto l'egida delle Nazioni Unite.

L'America, la seconda nazione più inquinata al mondo dopo la Cina, si era impegnata a ridurre le emissioni dal 26% al 28% entro il 2025.

Tuttavia, nel giugno 2017, il presidente Trump, che è sempre stato scettico sul riscaldamento globale, ha escluso gli Stati Uniti dall'accordo. "Speriamo di trovare un nuovo accordo che sarà più equo. L'accordo di Parigi sul clima è l'ultimo esempio del fatto che questo testo va a vantaggio di altri Paesi

---

<sup>14</sup> <https://energit.it/cosa-prevede-laccordo-di-parigi-sul-clima/> (consultato il 24/10/2022).

<sup>15</sup> [https://www.bafu.admin.ch/bafu/it/home/temi/clima/info-specialisti/clima--affari-internazionali/l\\_accordo-di-parigi-sul-clima.html](https://www.bafu.admin.ch/bafu/it/home/temi/clima/info-specialisti/clima--affari-internazionali/l_accordo-di-parigi-sul-clima.html) (consultato il 24/10/2022).

e lascia agli americani diminuzione di posti di lavoro e della produzione americana” aveva detto Trump allora.

La sua decisione era stata accolta con grande apprensione dai leader internazionali, ma il presidente non è mai tornato sulla decisione.

"L'amministrazione Trump si sta unendo a una piccola manciata di nazioni che rifiutano il futuro”, aveva commentato Obama all'epoca.

Ma la nuova amministrazione guidata dal Presidente Joe Biden a gennaio 2020, ha inviato una richiesta alle Nazioni Unite per rientrare nell'Accordo e trenta giorni più tardi, l'UNFCCC, la Convenzione quadro dell'Onu sui cambiamenti climatici, ha accolto la domanda. Di conseguenza 19 febbraio 2020 gli Stati Uniti sono rientrati ufficialmente nell'Accordo di Parigi sul clima.

“Gli Usa sono tornati a unirsi alla crescente coalizione di governi, città, Stati, imprese e persone che intraprendono azioni ambiziose per affrontare la crisi climatica<sup>16</sup>”, ha dichiarato con entusiasmo il segretario generale dell'Onu, Antonio Guterres.

Più di 120 paesi, tra cui il più grande emettitore mondiale, la Cina, hanno promesso di avere zero emissioni nette di carbonio intorno alla metà del secolo.

Nathan Hultman, il professore dell'ambiente presso l'Università del Maryland che ha lavorato all'obiettivo di Parigi dell'amministrazione Obama, ha affermato di aspettarsi un obiettivo per il 2030 di ridurre le emissioni di anidride carbonica tra il 40% e il 50% rispetto ai livelli di base del 2005.

Infine, un passo decisivo in questa direzione è stato compiuto il 18 ottobre 2019, quando le autorità pubbliche di Argentina, Canada, Cile, Cina, India, Kenya e Marocco insieme all'Unione europea, impegnati a unire le loro forze nell'ambito della Piattaforma internazionale sulla finanza sostenibile (IPSF).

Dal suo lancio, altri sei paesi hanno aderito alla piattaforma internazionale: Indonesia, Nuova Zelanda, Norvegia, Senegal, Singapore e Svizzera.

Nel corso del 2021, l'adesione all'IPSF ha continuato a crescere, la regione amministrativa speciale di Hong Kong della Cina, Giappone e Regno Unito hanno aderito, con l'ultima aggiunta della Malesia. L'IPSF include ora 18 giurisdizioni membri. Insieme, le 18 giurisdizioni comprendono un corpo significativo di decisori politici internazionali e rappresentano circa il 55% delle emissioni globali di gas serra, il 55% della popolazione mondiale e quasi il 50% del PIL globale.

Per il raggiungimento dell'Accordo di Parigi e degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile 2030 delle Nazioni Unite saranno necessari sforzi pubblici, privati, nazionali e internazionali per indirizzare i capitali dove sono più necessari, per sostenere la transizione e per non lasciare indietro nessuno.

---

<sup>16</sup> <https://www.theguardian.com/environment/2021/feb/19/us-official-return-paris-climate-pact> (consultato il 24/10/2022).

A tal fine, l'UE ha lanciato a New York presso la sede del Fondo Monetario Internazionale, alla presenza della Presidente Kristalina Georgieva, la Piattaforma internazionale sulla finanza sostenibile (IPSF)<sup>17</sup> che “fungerà da forum per facilitare gli scambi e, ove pertinente, coordinare gli sforzi su iniziative e approcci alla finanza ecologicamente sostenibile, nel rispetto dei contesti nazionali e regionali. Si concentrerà su iniziative sostenibili dal punto di vista ambientale, in particolare nei settori delle tassonomie, delle informazioni, degli standard e delle etichette, che sono fondamentali per gli investitori per identificare e cogliere le opportunità di investimento verde in tutto il mondo” ha dichiarato Valdis Dombrovskis, Commissario dell'UE per la stabilità finanziaria, i servizi finanziari e il mercato unico dei capitali.

Pertanto, è stata implementata la IPSF per consentire un'azione congiunta, che riunisce i responsabili politici di tutto il mondo per discutere le migliori pratiche, confrontare diversi approcci e identificare dove potrebbe essere possibile un allineamento.

Inoltre, molto importanti sono il documento di input dell'IPSF-UNDESA al G20 su Migliorare la compatibilità degli approcci per identificare, verificare e allineare gli investimenti agli obiettivi di sostenibilità" e i tre report IPSF sull'informativa ESG, sulla tassonomia dei terreni comuni e sulla relazione annuale.

Questi documenti dimostrano l'importante lavoro svolto dall'IPSF sugli approcci per allineare gli investimenti e la finanza agli obiettivi di sostenibilità.

---

<sup>17</sup> <https://www.regionieambiente.it/ipsf-finanza/> (consultato il 24/10/2022).



## Capitolo 2 – Gli investimenti ESG

### Introduzione

La finanza c.d. sostenibile è cresciuta rapidamente negli ultimi anni, con un numero crescente di investitori istituzionali e fondi che hanno incorporato vari approcci ESG nella *portfolio selection*. Lo sviluppo è tale che l'ammontare detenuto nei portafogli gestiti da istituzioni finanziarie che hanno integrato gli aspetti ESG nel processo di selezione ha superato i 35,3\$ trilioni all'inizio del 2020, con un tasso di crescita del 15% nel biennio 2018-2020 e del 55% nel quadriennio 2016-2020 (*Global Sustainable Investment Review, 2020*).

Sicuramente il concetto di finanza sostenibile è uno sviluppo positivo del settore; tuttavia, la terminologia e le pratiche associate al concetto di ESG variano considerevolmente. Un motivo di tale situazione è che l'investimento in strumenti ESG è evoluto passando da una serie di scelte d'investimento socialmente responsabili ad una vera e propria forma distinta d'investimento. Mentre infatti i primi approcci prevedevano uno screening negativo (come, ad esempio, l'esclusione di settori specifici come quello delle armi o del gioco d'azzardo) e una serie di giudizi di valore sulle scelte aziendali, nel momento attuale l'investimento ESG si è adattato alle varie sfaccettature della domanda nel sistema finanziario, dove si cerca sia il valore finanziario a lungo termine, sia il migliore allineamento con i valori del cliente.

Il presente capitolo è articolato come segue. Nel **paragrafo 2.1** verranno introdotti i prodotti green, andando a chiarirne la natura e le motivazioni della loro nascita e sviluppo. Nei sottoparagrafi saranno approfonditi gli strumenti maggiormente significativi ad oggi, ossia i green bonds e i social bonds. Oggetto del **paragrafo 2.2** è l'analisi del mercato dei prodotti ESG, la cui disamina verterà in particolare sulla natura degli emittenti, sui mercati di quotazione, e sulle valute di emissione. Il **paragrafo 2.3** conterrà invece l'approfondimento normativo sul mercato ESG, che sono stati, e continuano ad essere, oggetto di intervento sia a livello comunitario che nazionale. Infine, nel **paragrafo 2.4** si effettuerà una sintesi di come il settore sia stato influenzato dai maggiori eventi di questa epoca, ossia la pandemia da COVID-19 e l'invasione dell'Ucraina.

## 2.1 Gli strumenti di finanziamento green per le imprese

I prodotti finanziari green stanno diventando sempre più diversificati e sono un'opportunità per le istituzioni finanziarie per accrescere, tra l'altro, la quota di mercato, i profitti, il tasso di fidelizzazione della clientela e soprattutto il valore del brand (*Sachs et al., 2019*). I prestatori, infatti, sembrano essere maggiormente sensibili all'impatto delle loro azioni sull'ambiente dopo aver compreso gli effetti immediati che esse hanno sulla natura, di conseguenza, la domanda di prodotti e servizi finanziari green ha avuto un incremento notevole e di conseguenza le imprese hanno modificato la loro offerta di prestiti. Dal lato della domanda, è possibile suddividere questo trend in tre categorie:

1. Copertura dei media e conoscenza ambientale: i media prestano maggiore attenzione alle problematiche ambientali, e quindi i clienti sono maggiormente sensibili alla tematica.
2. Opinione pubblica: i cittadini fanno pressione sui loro rappresentanti politici affinché la sostenibilità ambientale sia un tema centrale nelle loro agende.
3. Legislazione: ormai le imprese devono fare i conti con una normativa in maniera ambientale sempre più stringente; pertanto, è opportuno che si adattino ad assumere un comportamento maggiormente sostenibile dal punto di vista ambientale, oltre che sociale e di governance, e i prodotti green rappresentano uno strumento ideale per raggiungere gli standard ESG che oggi il mercato richiede.

Con riferimento in particolare alle questioni ambientali e seguendo l'approccio di *Sachs et al. (2019)*, l'offerta di prodotti green per le imprese si articola in due canali principali: il corporate banking e l'asset management. Nel primo canale si trovano gli strumenti finanziari veri e propri che le banche e le maggiori imprese offrono sul mercato per l'acquisizione di risorse finanziarie:

1. Green project finance: sono operazioni di finanza di progetto indirizzate a progetti su grande scala per lo sfruttamento delle energie rinnovabili. Data la bassa redditività di questi progetti rispetto ai progetti tradizionali riferiti alle fonti fossili (c.d. *brown*) le operazioni finanziarie hanno caratteristiche originali di partenariato pubblico-privato (c.d. PPP).

2. Cartolarizzazione green: i prestiti che le imprese ricevono dalle istituzioni finanziarie vengono destinati a progetti di natura ESG, come energie rinnovabili, edilizia green o conservazione delle risorse naturali.
3. Green venture capital e green private equity: il finanziamento delle imprese attraverso il mercato dei capitali deve prestare sempre maggiore attenzione alle tematiche ambientali. Le banche d'investimento tendono a privilegiare, sia per motivi d'immagine che per ragioni di profittabilità le operazioni ESG; inoltre, il rispetto di questi standard permette di accedere a capitali specificatamente destinati.
4. Diritti di emissione: attraverso il programma di emissioni dell'Unione Europea, è stato raggiunto un accordo che limita le emissioni di oltre 12.000 siti industriali nella UE. Le imprese, quindi, acquistano o cedono diritti di emissione attraverso società finanziarie specializzate.

Nel canale dell'asset management si trovano, tra gli altri, i seguenti prodotti:

1. Fondi fiscali green: alcuni paesi hanno una tassazione favorevole verso i prodotti green, che esenta i clienti finali dal pagamento dell'imposta sui *capital gain* e/o permette una detrazione sull'imposta sui redditi quando investono in un fondo o in una banca che rispecchia gli standard ESG<sup>18</sup>.
2. Fondi d'investimento green: essi acquistano prodotti finanziari sulla base di tre scelte d'investimento. La prima è quella di escludere le società che non rispettano gli standard ESG; la seconda è quella di scegliere, quelle imprese che meglio rappresentano determinate scelte di politiche sociali e ambientali. La terza infine è la combinazione delle prime due.
3. *Weather derivatives*: una serie di strumenti derivati di copertura al servizio di quelle società che operano in settori nei quali il fatturato dipende in maniera significativa dalle condizioni meteorologiche, come ad esempio la produzione di energia elettrica con turbine eoliche. Tali strumenti sono emessi da primarie banche d'affari e poi circolano sul mercato secondario.

---

<sup>18</sup> Pionieri in questo caso sono stati i Paesi Bassi, che hanno adottato questa normativa già nel 1995.

### 2.1.1 Obbligazioni verdi ( o green bond)

Per la loro importanza sul mercato, è necessario approfondire la comprensione dei principali strumenti di finanziamento, i green bond. Essi sono titoli a reddito fisso che vanno a finanziare degli investimenti che danno benefici ambientali oppure climatici. I green bond rientrano a pieno titolo nella c.d. *green finance*, quel ramo della finanza che ha lo scopo di internalizzare le esternalità ambientali e accrescere la percezione del rischio al fine di stimolare quegli investimenti che recano benefici ambientali (*G20-GFSG, 2016*)<sup>19</sup>. La domanda fondamentale che bisogna porsi è come fanno gli investitori ad essere sicuri che il ricavato dei green bond sia effettivamente investito in progetti che rispettino anche gli standard ESG e non semplicemente sottoposto a *greenwashing* (v. *infra paragrafo 2.3* per un approfondimento sull'argomento). Gli standard per qualificare un investimento come favorevole all'ambiente sono variegati, ma in ogni caso il loro scopo è quello di rendere più agevole per i gestori scegliere quelli giusti.

Il mercato dei green bond è cominciato nel 2007 con la prima emissione dei *climate awareness bond* da parte della Banca Europea per gli Investimenti. Il catalizzatore cruciale per il successivo sviluppo del mercato è stato l'introduzione nel gennaio 2014 dei *Green Bond Principles* da parte della *International Capital Market Association (ICMA)*, che sono alla base di molte delle c.d. *green labels* esistenti ad oggi (*ICMA, 2014*). Da allora il mercato dei green bond con etichetta è esploso, superando nel 2016 il totale emesso di 100\$ miliardi<sup>20</sup>. Come si può osservare dalla Figura 2.1 la natura degli emittenti è cambiata con il tempo.

---

<sup>19</sup> La teoria economica ha ampiamente dimostrato che le soluzioni *first-best* al fenomeno delle esternalità negative come l'inquinamento comprendano un mix di tassazione e sussidi, con la creazione di un'autorità di regolamentazione che monitora i prezzi internalizzati e irroga sanzioni a chi non rispetta le norme. La finanza green nasce proprio per alleviare il problema delle esternalità attraverso un meccanismo di mercato, in quanto incanala i capitali verso quelle iniziative economiche con i maggiori benefici ambientali riducendone il costo e migliora la trasparenza sui rischi finanziari legati al cambiamento climatico. Si vedano tra gli altri per una sintesi sull'argomento *Weidmann (2017)* e *Pereira da Silva (2017)*

<sup>20</sup> Rimaneva comunque una piccola frazione del totale dei \$6,69 trilioni emessi nel 2016.

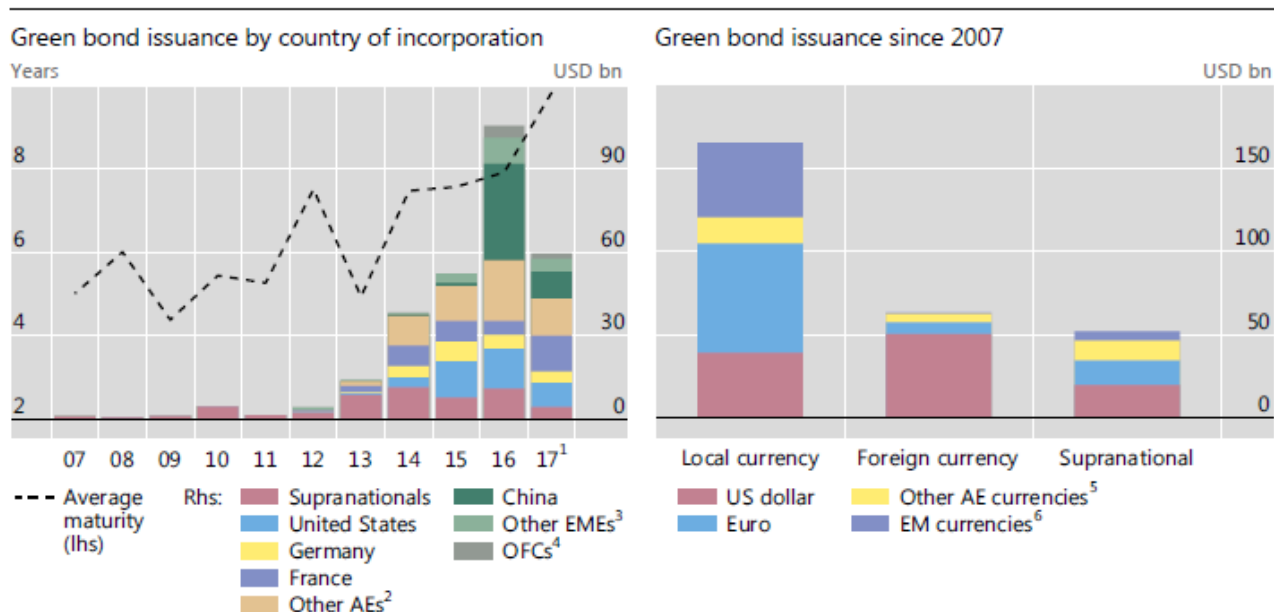


Figura 2.4. Andamento delle emissioni di green bond, dal 2007 al 2017. Fonte: Ehlers e Packer (2017) sulla base delle informazioni di Bloomberg e Climate Bond Initiative.

Se nel 2013 essi erano prevalentemente entità sovranazionali, successivamente la quota *corporate* è andata ad aumentare soprattutto per quanto riguarda le imprese delle economie occidentali di Europa e Stati Uniti, che hanno dominato il settore nel biennio 2014-2015. A partire dal 2016, gli emittenti delle economie emergenti, in particolare le grandi società cinesi, hanno ampliato l'offerta sul mercato, contribuendo ad aumentare anche la *maturity* media dei titoli, che al momento in cui si scrive si attesta sui sette-otto anni (Ehlers e Pacher, 2017).

La valuta in cui sono emessi i green bond varia a seconda della tipologia dell'emittente: nel caso degli *issuers* europei e americani si avranno bond denominati in euro o dollari rispettivamente, mentre se l'emittente appartiene ad un'altra regione, allora sono utilizzati quasi esclusivamente i dollari; fanno eccezione le entità sovranazionali, le quali non privilegiano una divisa particolare.

Dal 2017 al 2020 il mercato ha rallentato i ritmi di crescita ma si è maggiormente strutturato, con l'emergere di fondi di investimento e ETF che investono prevalentemente in questo mercato, diversificandolo e aumentandone la liquidità e la profondità.

### 2.1.2 Social bonds (casomai inserire anche le obbligazioni sostenibili)

È un fatto noto che gli investitori istituzionali stiano sempre più integrando nelle loro analisi d'investimento i criteri ESG; tuttavia, rimane la pressione di dare rendimenti adeguati ai fondi gestiti. Pertanto, essi stanno indirizzando la loro attenzione ad un'altra area di crescita nel mercato dei capitali

sostenibili, i social bond. Essi sono delle obbligazioni il cui capitale raccolto è investito in aree come l'istruzione, la sanità, le abitazioni e la lotta alla disoccupazione (con una struttura, quindi, abbastanza simile ai green bond).

La crescita delle emissioni di social bond è stata forte, soprattutto quando viene comparata all'intera categoria delle obbligazioni sostenibili. In particolare, dei 608\$ miliardi di obbligazioni sostenibili emessi tra il 2016 e il 2019, i social bond ammontavano al 6,5%<sup>21</sup>. Questo valore ammonta ad una crescita di cinque volte rispetto alla crescita delle obbligazioni sostenibili. Tra gli emittenti nel periodo considerato, la quota principale è rappresentata con il 77% dagli stati sovrani e dagli enti sovranazionali, seguiti dalle istituzioni finanziarie private con il 22% e per finire dalle imprese per il 2% restante<sup>22</sup>. Con riferimento alla denominazione dei social bond, nel periodo considerato l'euro era la valuta preminente con il 67% del nozionale emesso, seguito dal dollaro per il 12% e dalle altre valute per il restante 21%. Nonostante la rapida crescita dei volumi emessi di social bond e un profilo analogo nel rapporto rischio/rendimento, il mercato nell'ambito ESG è ancora dominato dai green bond.

Sebbene questi prodotti abbiano avuto un riscontro positivo tra i gestori, rimangono alcune perplessità. *In primis*, la liquidità dei prodotti è piuttosto bassa; inoltre non sono stati ancora fissati degli standard di settore uniformi. Il primo problema è dovuto ad una bassa offerta, mentre il secondo è causato da una bassa domanda. Infatti, calcolare l'impatto di un social bond è una procedura ancora abbastanza soggettiva, ciò nonostante, sono state concepite delle metodologie non vincolanti dalla International Capital Markets Association (o ICMA), la quale nella sua guida ai Social Bond Principles (ICMA, 2018), raccomanda agli emittenti di mostrare l'impatto sociale dell'investimento sempre attraverso indicatori di performance qualitativi e quando è possibile, anche quantitativi<sup>23</sup>. Fino a quando questi problemi non saranno risolti, sia gli investitori che gli emittenti devono prestare attenzione, in quanto l'integrità del mercato (sostenuta almeno da regole condivise, se non proprio da norme) è necessaria per lo sviluppo del mercato.

---

<sup>21</sup> Fonte: <https://cib.bnpparibas/social-bonds-the-next-frontier-for-esg-investors/>

<sup>22</sup> Questa struttura del mercato degli emittenti ricorda gli albori del mercato dei green bond (v. *supra*, paragrafo 2.1.1).

<sup>23</sup> Come, ad esempio, il numero di nuove abitazioni costruite in un'area depressa, o il numero di persone aiutate a trovare lavoro oppure curate. Fonte: ICMA (2018)

## 2.2 Analisi del mercato dei titoli ESG

Il dibattito corrente sui titoli ESG è complesso. Alcuni autori, come *Pucker (2021)* sostengono che i rating ESG sono un tentativo di sminuire le azioni realmente efficaci verso la sostenibilità. Mentre altri studiosi, tra i quali *Dakhli (2021)* ritengono che un'etichetta ESG attendibile migliori le performance dal punto di vista delle performance ESG. In ogni caso, la pressione degli stakeholder e della società nel suo complesso sulle imprese per risolvere il problema della sostenibilità è tale che gli investitori adesso si aspettano che il management vada oltre i risultati economici (*Abrams et al., 2021*). Tuttavia, misurare la sostenibilità è un processo complesso, lungo e costoso, e non sempre emergono rendimenti finanziari evidenti (*Bocken e Geradts, 2020*), pertanto è lecito chiedersi se abbia senso fornire performance superiori in termini di ESG. *Ademi e Klungseth (2022)* hanno condotto uno studio approfondito sulle società americane che compongono l'indice S&P 500 dal 2017 al 2020, cercando di misurare l'impatto del rating ESG sulle performance finanziarie, misurate sia attraverso la misura contabile del ROCE<sup>24</sup>, sia sui valori di mercato, misurati dalla Q di Tobin<sup>25</sup>. Essi sono pervenuti alla conclusione che il rating ESG ha un impatto positivo sulle performance finanziarie, sia contabili che di mercato, di un'impresa. In particolare, ogni grado di rating ESG in più porta ad una crescita del ROCE dell'1,51% e della Q di Tobin di 0,2376 confermando l'ipotesi c.d. della *value-creation theory* secondo cui performance maggiori in termini di ESG rappresentano un vantaggio competitivo per le imprese. Va anche notato come il periodo di analisi includa anche l'esplosione della pandemia COVID-19, pertanto si può altresì concludere che le imprese con maggiore rating ESG non siano solo più remunerative, ma anche più resilienti.

## 2.3 Il framework regolamentare europeo e il ruolo della CONSOB

Alla luce della rapida crescita degli attivi gestiti utilizzando l'approccio ESG, le autorità di regolamentazione dei vari stati hanno cominciato a valutare una serie di pratiche associate alle forme di finanza sostenibile, con un'attenzione particolare alla tassonomia e alla vendita agli investitori. In particolare, secondo *Boffo e Patalano (2020)* i policy-maker stanno andando nella direzione del rafforzamento delle pratiche relative alla finanza sostenibile da differenti punti di vista, che includono

---

<sup>24</sup> Il ROCE, o *return on capital employed* è una delle misure più utilizzate in letteratura per la misura delle performance finanziarie. La sua formula è  $ROCE = \frac{EBIT}{\text{Patrimonio netto} + \text{passività consolidate}}$ . Come affermano *Zhao et al. (2018)*, poiché il ROCE è calcolato a partire dall'EBIT, esso elimina l'effetto della diversa tassazione tra le imprese, permettendo un confronto più equo tra le loro performance finanziarie.

<sup>25</sup> La Q di Tobin è misurata dal rapporto tra la capitalizzazione di un'impresa e il costo di sostituzione dei suoi attivi. Maggiore è il valore della Q, maggiore è il valore delle azioni in rapporto ai suoi attivi (*Kaldor, 1966*).

nello specifico: la tassonomia per chiarire i vari significati; la *disclosure* relativa agli aspetti ESG sia nel settore corporate che in quello finanziario, nonché alla lista dei singoli prodotti; i rating e i benchmark ESG; l'aumento della trasparenza, consistenza e resilienza delle pratiche ESG.

In Europa negli ultimi anni, la Commissione Europea ha valutato le differenti pratiche e implicazioni della finanza sostenibile, pervenendo alla conclusione con essa si deve intendere il processo di considerazione degli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG) nella scelta degli investimenti nel settore finanziario, allo scopo di accrescere le operazioni a più lungo termine in quelle attività e progetti sostenibili<sup>26</sup>. Queste azioni, ed in particolare la *disclosure* e la misurazione dei benchmark, derivano dall'adesione dell'Unione Europea all'Agenda ONU 2030 e agli obiettivi di sviluppo sostenibile, oltre che alla volontà di mantenere gli impegni degli Accordi di Parigi, nella consapevolezza che la presenza di un framework regolamentare sia fondamentale per il supporto e la promozione degli investimenti sostenibili.

Il gruppo di esperti tecnici della Commissione Europea sulla finanza sostenibile ha modificato il regolamento sui benchmark del 2016 con l'introduzione del *Regolamento (UE) 2019/2089*, il report sulla *disclosure* (codificato nel dicembre 2019 nel *Regolamento (UE) 2019/2088*) e il report sulla tassonomia nel marzo 2020 (codificato nel *Regolamento (UE) 2020/852*), allo scopo di facilitare l'etichettatura a livello europeo dei prodotti finanziari. Contestualmente, l'ESMA (l'autorità europea per il regolamento delle attività finanziarie) ha pubblicato le linee guida sulle strategie di finanza sostenibile (*ESMA, 2020*), nel quale i fattori ESG giocano un ruolo preminente. Infatti, a parere dell'ESMA le priorità chiave sono l'obbligo di trasparenza, l'analisi del rischio sui *green bond* (v. *supra, paragrafo 2.1.1*) e sugli investimenti di natura ESG e la convergenza delle norme nazionali sui fattori ESG per aiutare a mitigare il rischio del *greenwashing*<sup>27</sup> e delle pratiche scorrette di vendita<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> In particolare, le considerazioni ambientali si possono riferire la mitigazione e all'adattamento al cambiamento climatico, ma anche a concetti più ampi, come la preservazione della biodiversità, la limitazione dell'inquinamento e l'economia circolare. La finanza sostenibile in ambito europeo mira a fornire il supporto al raggiungimento degli obiettivi del c.d. *Green Deal Europeo* incanalando gli investimenti privati sulla la transizione verso un'economia neutrale dal punto di vista climatico, resiliente ai cambiamenti ambientali, efficiente nell'utilizzo delle risorse e più equa.

Fonte: [https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en) (consultato il 06/10/2022).

<sup>27</sup> La pratica scorretta di fornire informazioni false, tendenziose e non supportate riguardo la sostenibilità di un prodotto, un servizio o un progetto. In particolare, il *greenwashing* è un fenomeno particolarmente frequente con riguardo alle tematiche ambientali, e si sostanzia spesso in affermazioni vaghe e non supportate dai dati sul rispetto dell'ambiente che hanno determinati prodotti e brand oppure sulla presentazione di verità parziali riguardo l'efficientamento ambientale.

Fonte: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/other/greenwashing/> (consultato il 06/10/2022).

<sup>28</sup> A questo proposito, l'ESMA, lo EIOPA e l'EBA (che sono rispettivamente le autorità europee che vigilano sulle assicurazioni e sulle banche) hanno successivamente prodotto una serie di standard per implementare le suddette norme nei prodotti finanziari collocati presso la clientela istituzionale e retail. Questi standard sono cruciali, poiché le imprese che vogliono raccogliere fondi con l'approccio ESG devono attenersi ad essi.



All'interno del *framework* regolamentare appena delineato, la CONSOB ha assunto un ruolo di controllore delle dinamiche dei mercati regolamentati, analizzando i dati relativi agli investimenti ESG (CONSOB, 2022) e rilevando come i benchmark del settore mostrino una redditività maggiore degli attivi ESG rispetto agli indici generali relativi alla tipologia di prodotto. In particolare, in Italia l'emissione di prodotti ESG ha riguardato le società quotate a maggiore capitalizzazione attive nel settore dell'energia e delle utilities, rispecchiando i trend globali e confermando la rilevanza del mercato comunitario in questo settore, con una quota del 50% di emittenti comunitari rispetto al mercato globale obbligazionario e dell'80% rispetto al mercato globale azionario. In particolare, i green bond ammontano al 60% del totale collocato nei primi sei mesi del 2022, le obbligazioni sostenibili sono il 26% e le emissioni social il 14%. Il dettaglio di questi dati è riportato nella Figura 2.2. mentre l'andamento storico in Figura 2.3.

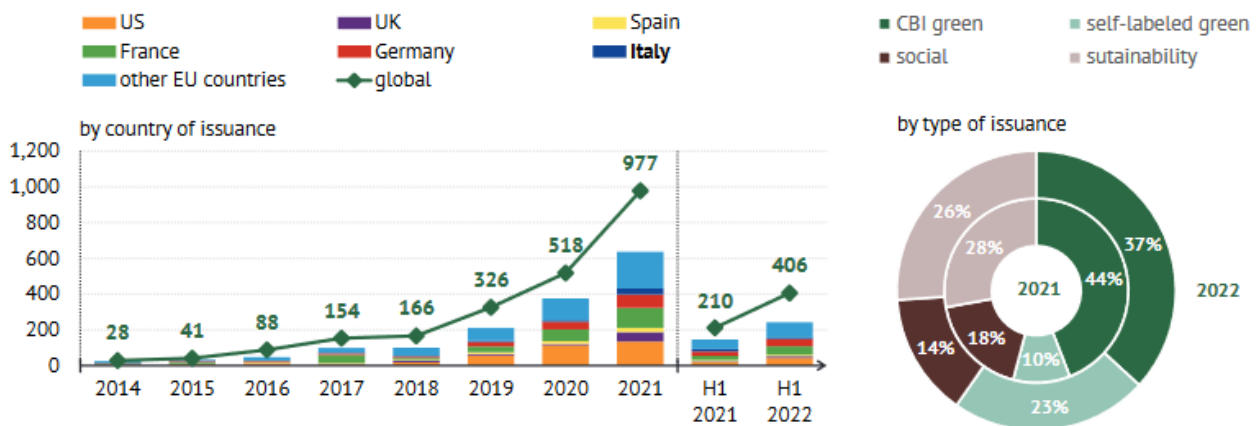


Figura 2.5. Emissioni di obbligazioni ESG per paese e tipologia. Dati annuali fino a giugno 2022 in miliardi di €. Fonte: CONSOB (2022).

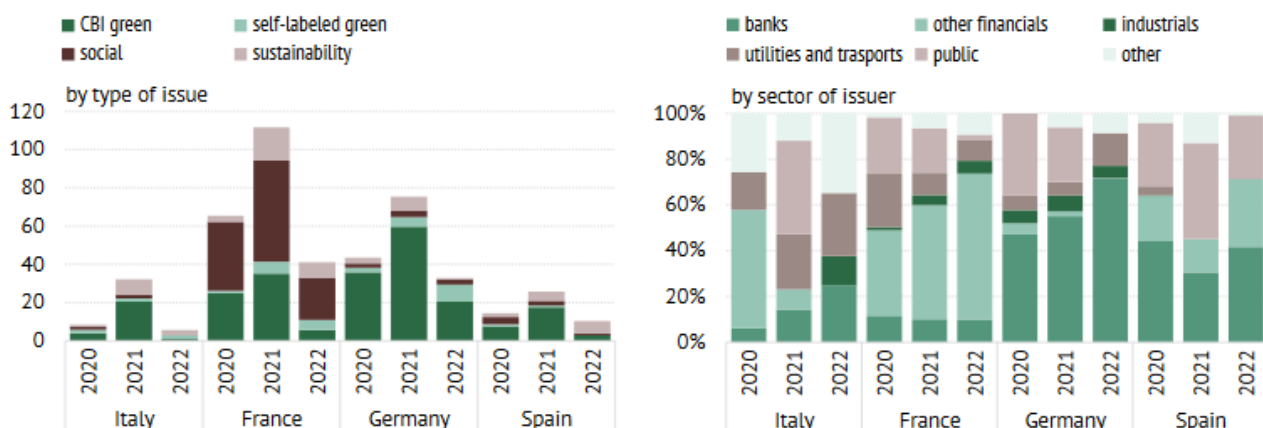


Figura 2.6. Emissione di obbligazioni ESG nei principali paesi europei, dati raccolti fino a maggio 2022 in miliardi di €. Fonte: CONSOB (2022).

La CONSOB ha rilevato altresì che il 50% dei green bond rispettano gli standard del *Climate Bond Initiative*<sup>29</sup> mentre negli altri casi è l'emittente stesso che si autocertifica. Per quanto concerne i fondi azionari ESG se ne contavano nel mercato comunitario a marzo 2022 quasi cinquemila, per un asset under management complessivo di 2,3\$ trilioni, con un balzo del 40% YTD. L'Italia resta un mercato limitato per questi prodotti con un asset under management di soli 431\$ milioni (cresciuto rispetto ai 295\$ milioni di marzo 2021). Nella Figura 2.4 è mostrata la crescita molto sostenuta dei fondi ETF che investono in azioni ESG a livello globale, mentre in Figura 2.5 è rappresentato il caso particolare italiano.

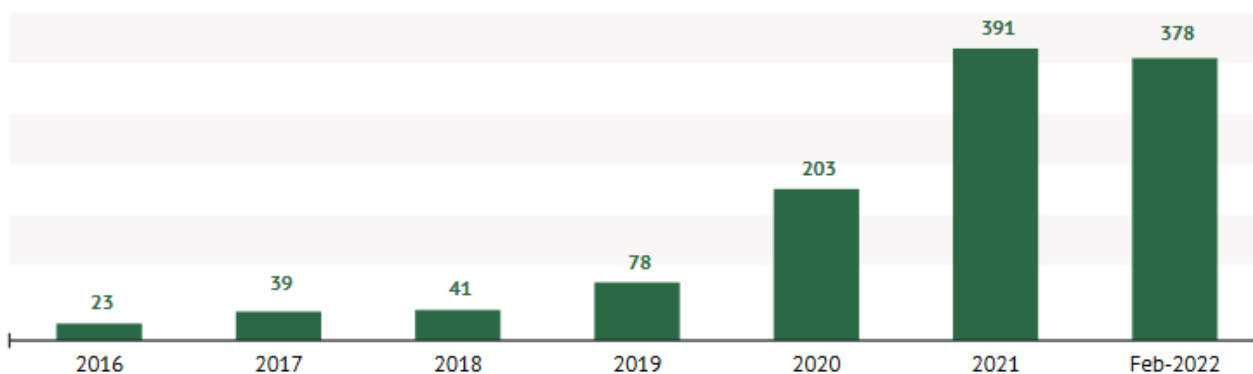


Figura 2.7. Andamento del patrimonio degli ETF con metodologia ESG a livello globale, dati in miliardi di \$. Fonte: CONSOB (2022).

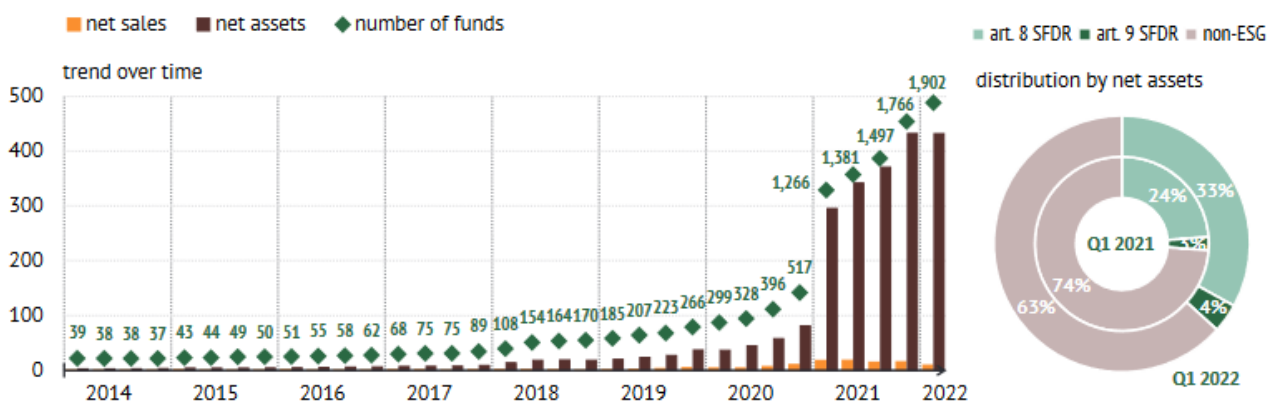


Figura 2.8 Andamento del numero degli ETF con metodologia ESG in Italia. Fonte: CONSOB (2022).

Come si può osservare, la crescita del mercato italiano ha rispecchiato l'andamento globale complessivo, pur rappresentandone una quota marginale. Più nel dettaglio, la Figura 2.6 mostra la microstruttura del mercato italiano. Come si può osservare, il mercato italiano è caratterizzato da un

<sup>29</sup> Una serie di *best practice* per etichettare a livello globale gli investimenti c.d. verdi, prodotte dalla Climate Bond Initiative, un'organizzazione internazionale che ha lo scopo di mobilitare i capitali globali per contrastare il cambiamento climatico. Fonte: CBI (2019).

numero crescente di bond quotati, di cui circa la metà è di tipo *green*, seguito da titoli del segmento *social* e più in generale legato allo sviluppo sostenibile. Tra in vari segmenti del mercato, il prediletto per la quotazione dei prodotti ESG è il MOT, che non a caso è quello dove vengono quotati anche i titoli di stato e le obbligazioni emesse dalle entità sovranazionali, i quali a loro volta rappresentano due segmenti importanti di tipologia di emittenti.

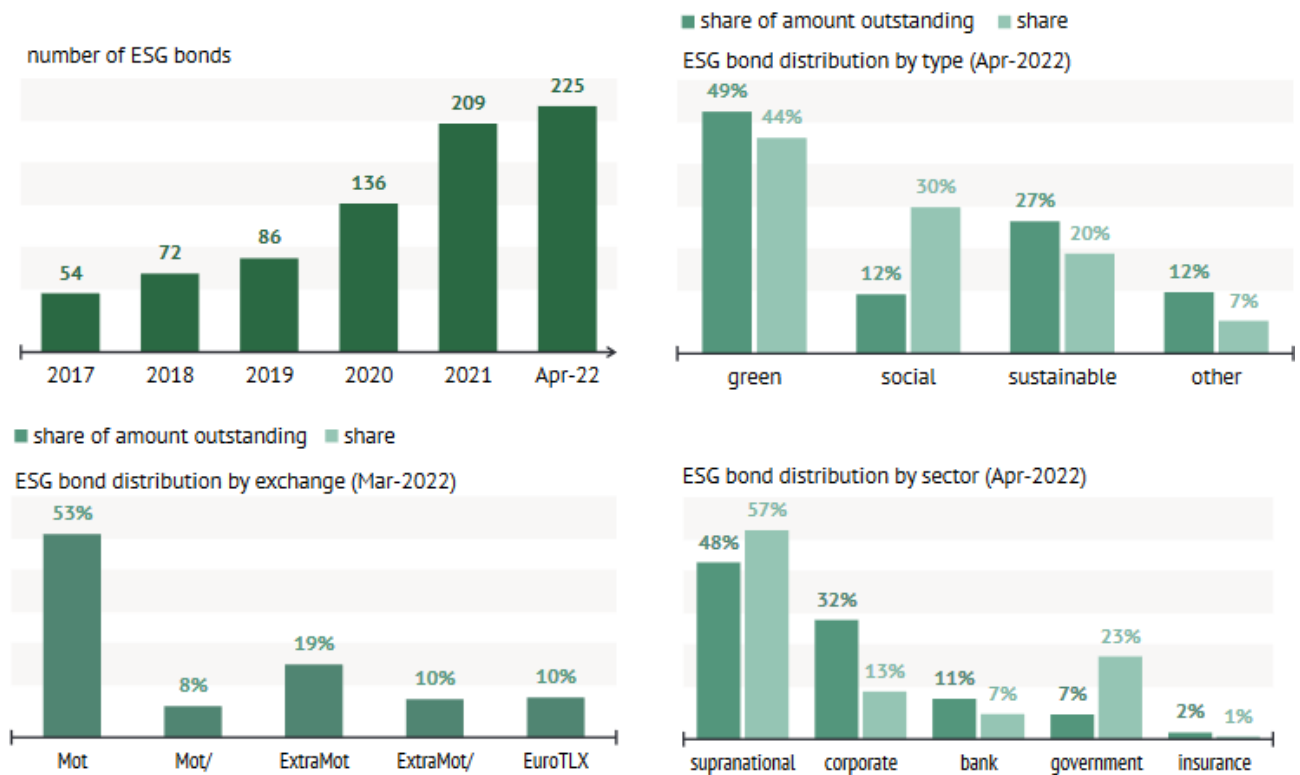


Figura 2.9. La ripartizione dei prodotti ESG quotati in Borsa Italiana. A partire dal grafico in alto a sinistra e procedendo in senso orario si ha 1) il livello di crescita per anno del numero di prodotti quotati; 2) l'ammontare in percentuale della tipologia dei singoli prodotti; 3) lo specifico segmento di mercato in cui sono quotati; 4) la natura dell'emittente. Fonte: CONSOB (2022) sulla base dei dati forniti da Borsa Italiana.

## 2.4 La relazione tra i fattori ESG, la pandemia da COVID-19 e l'invasione dell'Ucraina

Nel corso dell'ultimo decennio la sostenibilità ha ricevuto sempre un maggiore apprezzamento da parte degli investitori, e come si è potuto osservare nel paragrafo precedente (*v. supra paragrafo 2.3*) un ammontare notevole è confluito verso quelle attività con un elevato standing ESG. Benché la sostenibilità non abbia un collegamento diretto con le grandezze fondamentali di un'impresa, la letteratura ha identificato due ragioni possibili che spieghino perché gli investitori possano razionalmente preferire attività sostenibili: la prima è la motivazione non monetaria, la seconda è che essi siano convinti che la sostenibilità offra un rapporto rischio/rendimento migliore (*Hartzman e Sussman, 2019*). Benché un'analisi più approfondita di tali affermazioni sarà condotta nel quinto capitolo del presente lavoro (*v. infra, capitolo 5*), in questa sede è già possibile affermare che entrambe le ipotesi sembrano plausibili, in quanto il rating ESG riflette, da un punto di vista teorico, l'abilità dell'impresa nell'internalizzare gli obiettivi comuni dello sviluppo sostenibile e di conseguenza l'abilità nel minimizzare il rischio derivante dagli aspetti ambientali, sociali e di governance. *Ferriani e Natoli (2021)* hanno analizzato gli investimenti in fondi azionari ESG durante la fase iniziale della crisi causata dalla pandemia di COVID-19, quando i mercati finanziari hanno avuto un crollo, causato dall'aumento dell'incertezza economica. La loro indagine ha dimostrato che in quel periodo la domanda degli investitori è stata indirizzata verso prodotti a basso rischio ESG, i quali hanno avuto performance migliori rispetto alle loro controparti ad alto rischio ESG<sup>30</sup>.

D'altra parte, altri autori come *Demers et al. (2020)* hanno criticato queste analisi ottimistiche, ed in particolare l'affermazione che le attività ESG siano maggiormente resilienti durante i periodi di crisi poiché la c.d. *corporate social responsibility* contribuisca a costruire capitale sociale e fiducia nell'impresa inducendo maggiore fedeltà negli stakeholder. Gli autori fanno notare come le attività ESG forniscano effettivamente una protezione durante i periodi di crisi "finanziaria" come quello del 2008-2009, ma che questa protezione sia minima di fronte a shock della domanda come quello causato dalla pandemia di COVID-19. I dati delle analisi statistiche comprovano queste affermazioni, lasciando spazio all'affermazione che gli investimenti ESG da parte delle imprese servano principalmente al management per accrescere la propria reputazione personale, con le conseguenze tipiche dei problemi di agenzia. Pertanto, viene suggerito di accompagnare gli indicatori ESG ai più tradizionali indicatori di profittabilità, liquidità e solvibilità.

---

<sup>30</sup> È importante sottolineare che questo risultato era stato già previsto in tempi non sospetti da *Nofsinger e Varma (2014)* che avevano notato come durante la grande recessione del 2008-2009 gli investitori avevano preferito attività sostenibili (benché il settore muovesse ancora i primi passi).

Per provare a dirimere la questione, si può osservare l'andamento che hanno avuto i fondi ESG al momento dell'invasione dell'Ucraina, come noto avvenuta il 24 febbraio 2022 e tuttora in corso<sup>31</sup>. Sebbene la produzione scientifica sull'argomento sia ancora in corso, in base agli studi pubblicati da *Kalhor et al. (2022)* sugli ETF ESG è emerso come essi abbiano sottoperformato rispetto agli indici azionari tradizionali, soprattutto negli USA e nella UE piuttosto che nella regione Asia-Pacifico, dimostrando come il rischio ESG sia un rischio di mercato, mentre la guerra e le pandemie sono eventi che causano un break strutturale rispetto al funzionamento fisiologico dei mercati.

Dal punto di vista del comportamento delle imprese multinazionali di fronte all'invasione, le analisi di *Lu e Huang (2022)* hanno mostrato come le società con un elevato standing ESG dal punto di vista sociale siano state le prime ad abbandonare il mercato russo per timore di ripercussioni sulla percezione del brand da parte del cliente (piuttosto che per motivi disinteressatamente altruistici) anche se poi non sono apparse differenze statisticamente significative rispetto alle società che non sono immediatamente uscite<sup>32</sup>. Questo risultato è stato confermato sia dalle regressioni, che dall'event-study o dall'analisi di portafoglio, dato che il fatto che gli investitori marginali non sono interessati a rimuovere la Russia dal novero delle nazioni con le quali si può commerciare, in quanto l'aumento dei costi delle materie prime da reperire sul mercato è un problema più rilevante rispetto ai costi sociali dell'operare in Russia o con controparti russe.

Si può quindi affermare, alla luce delle evidenze proposte, che l'approccio ESG alla gestione delle società e l'emissione di prodotti ESG sotto forma di equity o di debito, siano una componente del mercato soggetta agli inevitabili rischi di mercato. Shock di domanda, come la crisi COVID-19, o shock di offerta, come l'impennata dei costi energetici e delle materie prime con la conseguente inflazione dovuta all'invasione dell'Ucraina, non sono certamente fermati dall'approccio ESG.

Per le società con una struttura di costi rigida dovuta ad un'implementazione troppo manichea degli standard ESG (che vengono quindi considerati preminenti rispetto agli indicatori tradizionali di performance aziendale) le crisi citate hanno avuto l'effetto di danneggiare la profittabilità con potenziali rischi di sopravvivenza (che potranno essere meglio analizzati superato l'inverno 2022/2023, dove la crisi energetica si farà sentire in maniera maggiore).

---

<sup>31</sup> Gli incidenti come le crisi finanziarie, sanitarie, gli attacchi terroristi ecc. influenzano i mercati azionari in maniera trasversale. Secondo *Rigobon e Sack (2005)* e *Choudhry (2010)* i conflitti armati rendono gli investitori sui profitti futuri delle imprese, andando a deprimere i prezzi delle azioni. Inoltre, i conflitti militari indeboliscono o recidono i rapporti commerciali tra paesi anche non belligeranti (*Harrison, 2000*) con un impatto negativo sulla profittabilità delle imprese esposte e a catena su tutto il sistema economico.

<sup>32</sup> In particolare, le imprese tendevano ad uscire man mano che venivano chiusi i canali finanziari come il sistema SWIFT e i circuiti di pagamento elettronici, oltre che per evitare di essere colpiti dalle multe conseguenti alle violazioni delle sanzioni imposte.

Al contrario, le imprese (e gli stati) che hanno preferito un approccio graduale e flessibile al fenomeno ESG, diversificando i canali di approvvigionamento, e non lasciandosi andare ad avventate modifiche della governance e della struttura del capitale dettate più dalla volontà di apparire *green* che dalle reali necessità, adesso si trovano nella condizione di poter operare meglio nel mercato, acquisendo quote di mercato e risorse dalle imprese in difficoltà.

## Capitolo 3 – Il rating ESG

### Introduzione

Le forme di finanza sostenibile sono cresciute rapidamente in questi anni, con l'incorporazione da parte di un crescente numero di investitori istituzionali di vari approcci d'investimento ESG. Benché questa scelta sia benvenuta in generale, la terminologia e le pratiche associate all'investimento ESG variano considerevolmente. Una motivazione di ciò è che l'evoluzione di questa forma d'investimento è cominciata a partire da una filosofia d'investimento socialmente responsabile fino a diventare una forma completamente distinta d'investimento (*Boffo e Patalano, 2020*).

Infatti, mentre i primi approcci utilizzavano una forma di selezione per esclusione (conosciuta nell'ambiente finanziario con il termine *exclusionary screening*) e una serie soggettiva di giudizi di valore per prendere le decisioni di investimento, con l'accresciuta domanda di investimenti ESG si è avuta una diversificazione dei prodotti, guidata sia dalla necessità di apportare valore finanziario a lungo termine, sia di ottenere un migliore allineamento con determinati valori espressi dalla clientela. Nel momento in cui si scrive, per investimento ESG s'intende il processo di considerare i fattori ambientali, sociali e di governance nelle decisioni d'investimento. I rating ESG, che sono applicati ad un aggregato di società che rappresentano circa l'80% della capitalizzazione del mercato 2020 (*OECD, 2021*), sono evoluti di pari passo per incorporare il rischio finanziario a lungo termine. Allo stesso tempo, i fattori ambientali hanno acquistato preminenza e sono sempre più utilizzati come uno strumento per indirizzare gli investimenti verso la transizione energetica e i rating sono stati modificati in modo da permettere agli investitori di allineare i portafogli verso specifici obiettivi climatici e strategie in linea con gli accordi di Parigi.

Fatte queste premesse, il capitolo seguente sarà articolato come segue: nel **paragrafo 3.1** viene definito chiaramente cosa sia il rating ESG e quale importanza rivesta nell'ambito delle scelte d'investimento sostenibile; nel **paragrafo 3.2** vengono illustrate le caratteristiche delle agenzie di rating, con particolare riferimento ai parametri che esse vanno a monitorare per esprimere un giudizio obiettivo su ciascuno dei fattori ESG (una sezione particolare è dedicata all'evoluzione del fattore ambientale, adesso considerato il più importante); nel **paragrafo 3.3** verrà invece descritto nel dettaglio il legame positivo tra rating ESG elevato e il maggior valore sia della società, sia del rendimento delle rispettive azioni. Infine, nei **paragrafi 3.4 e 3.5** sarà descritta la formazione e la microstruttura del rating ESG emesso da due società leader del settore come MSCI e Refinitiv.

### 3.1 Definizione e importanza del rating ESG

Uno dei modi in cui gli investitori e gli altri partecipanti al mercato fanno uso delle informazioni ESG è attraverso i rating, che vengono pubblicati da specifiche agenzie. Si può definire rating ESG una serie di indicatori di rischio d'impresa che permette la riduzione delle asimmetrie informative (Utz, 2017). Tuttavia, a differenza dei rating creditizi, le misurazioni ESG sono più nebulose data la mancanza di uno standard comune tra i vari *provider* di informazione (ossia le agenzie di rating, v. *infra paragrafo 3.2* per approfondimenti). Tra gli altri, Windolph (2011) identifica sei cause che ostacolano un rating trasparente e oggettivo, ossia: la mancanza di standardizzazione, la mancanza di informazioni credibili, il *bias* di informazione, i trade-off tra informazioni scarse e attendibili o abbondanti ma non verificabili, la mancanza di trasparenza e la mancanza di indipendenza. Inoltre, negli ultimi anni, le agenzie di rating non solo hanno aggiunto nuovi indicatori nei loro modelli di misurazione (al fine di rispondere alle nuove sfide globali, Escrig-Olmedo et al, 2019), ma hanno anche cambiato rapidamente i criteri di valutazione, rendendo l'intero processo ancora più complesso. I rating sono commercialmente disponibili e ampiamente utilizzati, di conseguenza è necessario fare chiarezza sui dati e le metodologie scelti. *In primis*, gli approcci c.d. *index scoring* sono fondati sull'analisi dei criteri rilevanti per ognuno dei fattori ESG. Ad esempio, Boffo e Patalano (2020) affermano che i fattori elencati nella Figura 3.1 sono considerati tra i più rilevanti per poter articolare successivamente l'analisi in maniera approfondita<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> Ad esempio, una considerazione superficiale dei fattori ambientali rende la società vulnerabile ad eventuali azioni legali e/o a sanzioni da parte delle *authority* di vigilanza; una scarsa attenzione verso la forza lavoro può condurre ad alti tassi di assenteismo, con la conseguenza di avere bassa produttività e deboli relazioni con la clientela; una corporate governance lacunosa incentiva i comportamenti opportunistici da parte del management per ciò che riguarda la remunerazione, la gestione contabile e la frode.



Fattori ambientali	Fattori sociali	Fattori di governance
Utilizzo delle risorse naturali	Forza lavoro	Indipendenza nel CdA
Emissioni di CO2	Diritti umani	<i>Diversity</i> nel CdA
Efficienza energetica	Diversità	Diritti degli azionisti
Inquinamento/rifiuti	<i>Supply chain</i>	Remunerazione
Opportunità ambientali		Etica d'impresa

Figura 3.10. Selezione di criteri ESG. Fonte: dati delle agenzie di rating e dell'OECD rielaborati da Boffo e Patalano (2020). Traduzione dell'autrice.

Data l'influenza delle agenzie di rating, la differenza nelle metodologie e il livello di trasparenza, nelle decisioni finali è sempre incorporato un giudizio qualitativo. Pertanto, diventa importante comprendere la resilienza della catena di intermediazione finanziaria (schematizzata nella Figura 3.2) che portano, tra l'altro, al rating ESG.

Più nel dettaglio, è da notare come l'investimento di natura ESG sia diventato la principale forma di finanza sostenibile nei principali paesi OECD. Questo fenomeno è dovuto a due trend concorrenti.

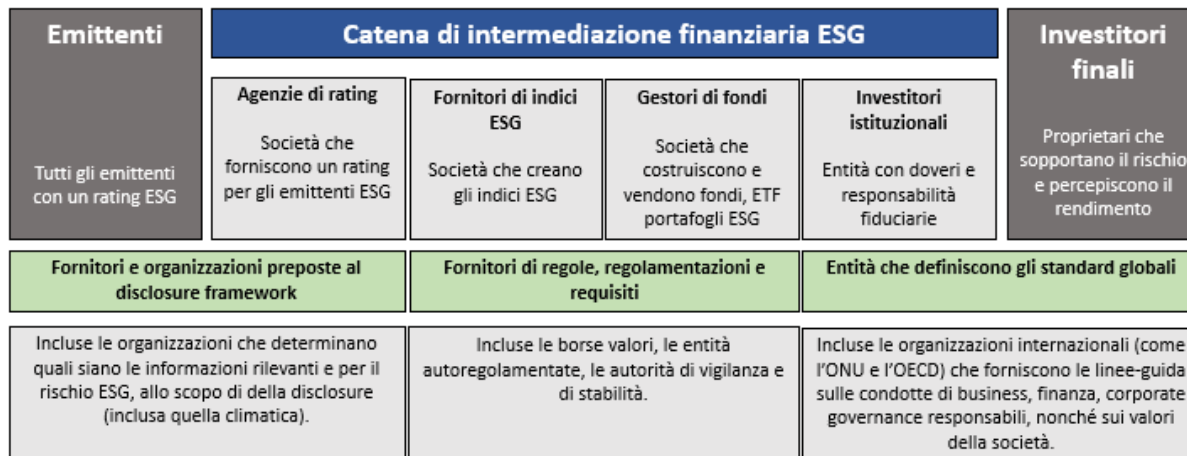


Figura 3.11. L'ecosistema finanziario ESG che comprende un numero elevato di partecipanti coinvolti nella misurazione e quantificazione delle informazioni, del rating, degli indici, degli approcci e dei prodotti ESG. Fonte: OECD (2020).

Da una prospettiva di valore, i gestori e gli investitori istituzionali hanno compreso che i rischi di sostenibilità non finanziaria (che comprendono appunto i fattori ESG) possono avere un impatto materiale sui rendimenti nel lungo periodo, grazie a maggiori flussi di cassa, minore costo del capitale e riduzione del rischio di controversie. Per ciò che riguarda invece i valori sociali, gli investitori finali sono sempre più interessati a comprendere come i loro risparmi siano investiti, evitando quelle forme d'investimento non allineate con i loro valori. Il risultato è che i fattori ESG sono presi in

considerazione per un ammontare di capitale investito che agli inizi del 2020 ammontava a 40 \$trilioni (OECD, 2020).

D'altra parte, l'eccessiva frammentazione delle pratiche ESG ha condotto a sistemi concorrenti con indicatori talvolta inconsistenti, spesso carenti da un punto di vista prettamente finanziario (Lee, 2021). Per questo motivo, è difficile riporre piena fiducia nei rating ESG (soprattutto quando sono elevati), ed è plausibile il rischio del c.d. *ESG washing* ossia la pratica di mascherare gli investimenti non socialmente responsabili in modo che essi soddisfino, in apparenza, i requisiti per ottenere un rating ESG elevato<sup>34</sup>, soprattutto in questa fase storica dove l'attenzione alla transizione climatica è elevata e le economie nazionali devono cercare un nuovo equilibrio dovuto alla pandemia da COVID-19.

L'ecosistema finanziario è formato da un numero elevato di partecipanti al mercato che sono tutti coinvolti nello sviluppo e nella misurazione dell'informazione, dei rating, degli indici, degli approcci e dei prodotti ESG. Vi sono in proposito tre categorie di partecipanti.

1. Gli emittenti di strumenti di capitale, come governi, imprese e istituzioni finanziarie, che emettono debiti e azioni sui mercati finanziari. Ognuno di questi emittenti produce sempre più informazioni di natura non finanziaria sui propri fattori ESG.
2. Vi sono terze parti che assegnano un rating ESG ed altre parti ancora che sulla base di questi rating costruiscono degli indici ESG. Nella prima categoria rientrano le società che forniscono indicatori di sostenibilità ed informazioni supportate da misure qualitative e quantitative dei dati forniti dagli emittenti. Nella seconda categoria vi sono altre società (che talora svolgono anche la prima funzione) che formano gli indici ESG, che sono ponderati sulla base dei rating ESG e delle strategie d'investimento ESG.
3. Rating e indici sono utilizzati dai gestori che implementano gli approcci di investimento ESG per costruire a loro volta dei portafogli e dei fondi d'investimento. Tra i gestori si trovano gli investitori istituzionali che investono i patrimoni di loro proprietà e i gestori di fondi, che a loro volta collocano i loro prodotti presso investitori terzi.

### 3.2 Le agenzie di rating

In risposta alla crescente domanda di dati ESG affidabili, il mercato dei rating di sostenibilità è cresciuto fortemente e sta attraversando in questi anni una fase di consolidamento (Escrig-Olmedo et al., 2019). L'importanza di questi giudizi è dovuta principalmente al fatto che i rating ESG possono

---

<sup>34</sup> <https://www.ftadviser.com/ftadviser-focus/2022/10/25/esg-who-is-doing-the-washing/>

essere assimilati a degli indicatori di rischio societario, che (come già detto) permettono la riduzione delle asimmetrie informative.

Da un punto di vista operativo le agenzie di rating, infatti, analizzano le società e misurano le performance di sostenibilità utilizzando dei criteri sviluppati internamente. Pertanto, ogni agenzia di rating pondera in maniera differente ciascuno dei differenti aspetti della sostenibilità delle società esaminate. Tali aspetti sono successivamente aggregati, dapprima per valutare l'efficienza nell'uso delle risorse e successivamente per formare un punteggio per ognuno dei fattori ESG. Alcuni rating sono basati esclusivamente su informazioni extra finanziarie mentre altri combinano dati finanziari ed extra finanziari per misurare il valore di lungo periodo e la sostenibilità (*Scalet e Kelly, 2010*). Esse utilizzano moltissimi dati ottenuti dalle società attraverso dei questionari, insieme all'analisi delle informazioni pubbliche da parte di team interdisciplinari che operano in differenti aree geografiche.

Il settore delle agenzie di rating ha attraversato una lunga fase di consolidamento che ha permesso alle società rimanenti sul mercato di sviluppare più ampi e integrali misurazioni di responsabilità sociale, considerando quindi la sostenibilità come un concetto multidimensionale. Le agenzie hanno al loro interno unità specializzate nella corporate governance, nel data management, nella misurazione del rischio e nella comunicazione. I team che compongono queste società sono molto professionali, multidisciplinari e multi culturali.

Tra le differenti società, MSCI e Sustainalytics affermano che i loro servizi sono progettati per aiutare gli investitori a identificare e comprendere i rischi e le opportunità materiali ESG, al fine di integrare questi fattori nei loro portafogli.

Thomson Reuters usa oltre 400 indicatori ESG, dei quali 186 hanno una serie storica che risale ad almeno il 2002. I punteggi sono classificati in dieci categorie (utilizzo delle risorse, emissioni, innovazione, forza lavoro, diritti umani, comunità, responsabilità del prodotto, management, azionisti e strategia di Corporate Social Responsibility), che vanno poi a formare il punteggio finale per ogni fattore. Bloomberg fornisce dati proprietari ESG che forniscono una selezione degli indicatori che enfatizzano i fattori ambientali e sociali piuttosto che quelli di governance.

<b>Fattori</b>	<b>Thomson Reuters</b>	<b>MSCI</b>	<b>Bloomberg</b>
<b>Ambientali</b>	Uso delle risorse	Cambiamento climatico	Emissioni di CO2
	Emissioni	Risorse naturali	Effetti del cambiamento climatico
	Innovazione	Inquinamento e rifiuti	Inquinamento
		Opportunità ambientali	Energie rinnovabili

			Consumo di risorse
			Smaltimento dei rifiuti
<b>Sociali</b>	Forza lavoro	Capitale umano	Catena di approvvigionamento
	Diritti umani	Responsabilità di prodotto	Discriminazioni
	Comunità	Opposizione degli stakeholder	Contributi ai partiti politici
	Responsabilità di prodotto	Opportunità sociali	Diversità
			Diritti umani
			Relazioni con la comunità
<b>Governance</b>	Management	Corporate governance	Voti cumulativi
	Azionisti	<i>Corporate behaviour</i>	Remunerazione del management
	Strategia di <i>corporate social Responsibility</i>		Diritti degli azionisti
			Difesa dalle acquisizioni
			Sindacati di blocco
			Amministratori indipendenti
<b>Numero di indicatori</b>	186	34	>120

Figura 3.12. Criteri ESG delle principali società che costruiscono indici. Fonte: Refinitiv, MSCI, Bloomberg; rielaborazione OECD.

In questo caso, i settori sono raggruppati in categorie ampie per selezionare gli indicatori più adeguati: alto medio e basso impatto ambientale, alto e basso impatto sociale, mentre la governance è soggetta ai medesimi indicatori per ogni settore. I criteri ESG per le agenzie di rating più importanti sono raggruppati nella Figura 3.3.

### 3.2.1 Materiality e cambiamento climatico

L'esigenza preminente è quella di avere delle misurazioni tali da cogliere la c.d. *materiality* finanziaria degli approcci, in maniera trasparente e quantificabile. Con questo termine si intende che un emittente determina ex ante quali fattori ESG sono rilevanti per l'organizzazione e come queste problematiche possano influenzare la propria attività, con particolare riferimento ai fattori che

conducono a conseguenze negative che quindi devono essere sottoposti ad un'attività di monitoraggio (*Geldres-Weiss, 2021*). Poiché l'investimento guidato dai fattori ESG è tipicamente di lungo termine, è necessario approfondire la tematica della *materiality* soprattutto per quei fattori che hanno un impatto potenziale nel lungo periodo<sup>35</sup>, come il cambiamento climatico.

Questa tematica, infatti, sta sorpassando per importanza le questioni sociali e di governance, soprattutto per la minaccia esistenziale rappresentata dall'aumento delle temperature e per la corsa contro il tempo per limitarla. Dal punto di vista del rating, è da considerare il fatto che in tutti i consigli di amministrazione nel mondo la spinta verso il traguardo delle emissioni zero è rallentata da una problematica comune, ossia come spingere i fornitori a fare altrettanto. L'interdipendenza della catena del valore significa anche interdipendenza nella decarbonizzazione. Pertanto, se le maggiori società lavorassero in maniera concorde per ridurre le emissioni di CO2 insite nei loro prodotti, costringerebbero i fornitori a fare altrettanto. Basti immaginare che praticamente ogni impresa ha tra i propri fornitori delle società che le vendono energia o materie prime.

Pertanto, nell'assegnare il rating ESG, le agenzie devono essere da una parte particolarmente severe da una parte nei confronti delle società energetiche e di *commodities*, dall'altra devono controllare affinché il consiglio di amministrazione della società oggetto di esame faccia le dovute pressioni su questi fornitori. Non è casuale, del resto, che i fondi di *private equity* abbiano accresciuto i propri portafogli di questo tipo di società, proprio per sottrarle all'attenzione del pubblico che avrebbe altresì osservato i loro rating ESG<sup>36</sup>.

L'attenzione crescente per le gravi conseguenze economiche e finanziarie del cambiamento climatico sta appunto ponendo in evidenza il collegamento tra la gestione dei rischi climatici e la *materiality* finanziaria. Il tema è di particolare attualità in quanto i rischi fisici legati al clima sono in costante crescita e la letteratura (*Global Sustainable Investment Alliance, 2018*) ha da tempo messo in luce il legame tra cambiamento climatico e crisi economica, soprattutto per i settori maggiormente esposti. Per questi motivi, più di recente, tra i fattori ESG ha acquisito maggiore importanza quello ambientale. Per misurarlo, sono state introdotte diverse linee guida, tra cui la più riconosciuta è quella stilata dalla *Taskforce on Climate-related Financial Disclosure*<sup>37</sup> (UN, 2019). Essa fornisce

---

<sup>35</sup> Per decenni, le questioni di corporate governance sono state collegate alla materiality finanziaria, si pensi ad esempio al risk management, agli incentivi per i manager, ai processi stessi di corporate governance. Negli anni '90 del XX secolo, l'OECD aveva stabilito l'importanza della corporate governance come strumento di miglioramento delle performance societarie, e aveva sviluppato dei principi formali (*Global Sustainable Investment Alliance (2018)*). A seguito delle bancarotte Enron e Worldcom degli anni 2000, attribuiti in parte ad una scarsa corporate governance, gli investitori istituzionali hanno dedicato maggiore attenzione alla valutazione della governance delle società, mentre le agenzie di rating sono diventate più trasparenti riguardo alla misurazione della governance e all'impatto che la stessa ha sul giudizio di rating.

<sup>36</sup> Tabuchi H. "Private Equity Funds, Sensing Profit in Tumult, Are Propping Up Oil." *New York Times*, Oct. 13, 2021.

<sup>37</sup> Nel seguito TCFD.

indicazioni sui driver delle informazioni relative al rischio climatico, rispetto ai rischi e alle opportunità che hanno rilevanza finanziaria per gli investitori e gli altri stakeholder. L'obiettivo è quello di allineare le diverse categorie di rischio con le diverse voci del conto economico, dello stato patrimoniale e del rendiconto finanziario. La TCFD identifica differenti rischi di transizione (inclusi quelli legali, di reputazione, di mercato e tecnologici) e altrettanti differenti rischi fisici legati al cambiamento climatico, come uragani, alluvioni dovute all'innalzamento del livello dei mari e incendi. Di uguale importanza per gli investitori ESG è la diffusione di informazioni riguardanti le linee guida sulle opportunità legate all'efficienza delle azioni per identificare e ridurre i rischi ambientali, che migliorino il valore finanziario delle società, come ad esempio il riciclo per diminuire il consumo di risorse, l'uso di fonti di energia alternative per ridurre l'immissione di CO2 nell'atmosfera e guadagnare dalla vendita dei diritti di emissione, la partecipazione a progetti per la produzione di energia rinnovabile sovvenzionati dai governi. Presi complessivamente, questi fattori aiutano ad accrescere il fatturato, abbassano i costi finanziari e operativi, migliorano il posizionamento competitivo e la reputazione, facilitano l'accesso al mercato dei capitali. Un esempio di questo meccanismo virtuoso è riportato nella Figura 3.4.

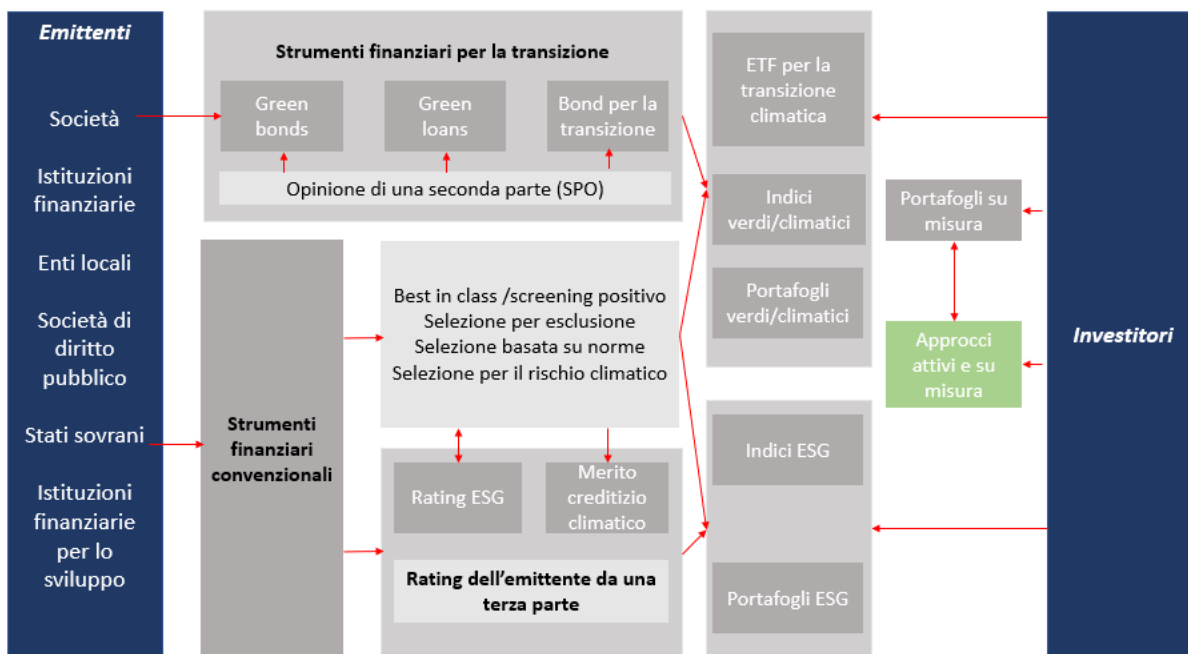


Figura 3.13. Rappresentazione schematica dei prodotti e dei servizi finanziari di supporto alla transizione climatica. Fonte: OECD (2021).

### 3.3 L'influenza del rating ESG sui prezzi delle azioni

L'investimento ESG è un campo molto ampio che comprende differenti approcci per raggiungere altrettanto variegati obiettivi di investimento. Ad un livello superiore, si può decomporre questo tipo di investimento in tre aree differenti:

1. L'integrazione ESG, dove l'obiettivo chiave è quello di migliorare le caratteristiche di rischio-rendimento di un portafoglio.
2. L'investimento *value-based*, in cui l'investitore cerca di allineare il suo portafoglio alle proprie convinzioni.
3. L'*impact investing*, in cui l'investitore vuole usare il proprio capitale per innescare un cambiamento per motivi sociali o ambientali.

Molti studi hanno approfondito la relazione tra le società con forti caratteristiche ESG e le performance finanziarie. La ricerca di un legame tra le due ha rilevato correlazioni positive, nella maggior parte degli studi), nulle o negative. Inoltre, spesso non sono riusciti chiaramente a mostrare che una correlazione positiva tra le due, sebbene rilevata, avesse anche un nesso causale (*Harvey et al, 2016; Krueger, 2015*).<sup>38</sup> Per ovviare a questa inconsistenza, *Giese et al. (2019)* hanno proposto un modello che collega l'informazione ESG e la valutazione delle performance attraverso tre meccanismi di trasmissione, chiamati il canale del cash-flow, il canale del rischio idiosincratICO e il canale della valutazione, aggirando in questo modo la semplice analisi statistica delle serie storiche dei rendimenti.

Con riferimento al primo canale, la correlazione positiva tra performance ESG e performance finanziarie è spiegabile, da un punto di vista economico, considerando che le società con un forte profilo ESG sono in media più competitive rispetto ai loro concorrenti, in quanto utilizzano in maniera più efficiente le loro risorse, hanno sviluppato in maniera migliore il capitale umano e sanno gestire meglio l'innovazione. Inoltre, queste società sanno sviluppare dei business plan di lungo periodo. Queste premesse consentono di sviluppare un vantaggio competitivo che produce extra rendimenti, di conseguenza dividendi maggiori e quindi il prezzo delle loro azioni sarà più alto.

Per quanto riguarda il canale del rischio idiosincratICO, si può notare come le società con forte rating ESG hanno una capacità di controllo maggiore dei vari rischi all'interno della loro attività e nella

---

<sup>38</sup> Più nel dettaglio, gli studi condotti tra gli altri da *El Ghouli et al. (2011)*, *Gregory et al. (2014)*, hanno mostrato che un modello *discounted cash flow* (più conosciuto come DCF), nel quale il valore di un'impresa è la somma dei flussi di cassa futuri attesi scontati per il costo del capitale, poteva essere utilizzato per scomporre l'influenza del profilo ESG di una società sulla valutazione del suo capitale, inclusi i flussi di cassa, il rischio e il costo del capitale. In particolare, con riferimento al rischio, la differenza tra rischio idiosincratICO e rischio sistematico diventa particolarmente rilevante nel caso della valutazione ESG.

*supply chain* alla quale appartengono. Grazie al migliore risk management, queste società subiscono minori incidenti come frodi, malversazioni, corruzione o contenziosi legali, che altrimenti andrebbero a ridurre il loro valore e di conseguenza il prezzo delle azioni<sup>39</sup>, con la conseguenza di avere un rischio idiosincratico negativo minore incorporato nel medesimo prezzo.

Approfondendo infine il terzo canale della valutazione, il meccanismo di trasmissione, così come analizzato da *El Ghoul et al. (2011)*, *Eccles et al. (2014)* e *Gregory et al. (2014)*, funziona nel seguente modo: le società con un forte rating ESG sono meno vulnerabili agli shock sistemici di mercato e quindi hanno un rischio sistematico minore<sup>40</sup>. Se si considera un modello multifattoriale del rischio, i pesi dei singoli rischi sono più bassi, e questo comporta un costo del capitale complessivamente inferiore, che si traduce a sua volta in una valutazione maggiore dei flussi di cassa scontati e quindi in un prezzo maggiore delle azioni. Inoltre, andando anche a considerare le dimensioni medie degli investitori, *Hong e Kacperczyk (2009)* hanno riscontrato che le imprese con un basso rating ESG hanno una base più ristretta di investitori, spiegabile sia tramite le preferenze degli investitori (quelli più avversi al rischio e più sensibili alle tematiche sociali eviteranno le società a basso rating ESG), sia tramite l'asimmetria informativa, in quanto, come ricordato, il rating contribuisce a ridurre la medesima accrescendo la trasparenza della società, soprattutto riguardo alla gestione dei rischi e ai meccanismi di governance.

Accertata la correlazione positiva, è possibile dimostrare anche la causalità, ossia che il rating ESG alto causa una maggiore valutazione dei prezzi delle azioni<sup>41</sup>. Infatti, si può notare come sia economicamente rilevante ciascuno dei nessi causali fin qui enunciati, poiché un miglioramento del profilo ESG significa che una società è meno suscettibile verso il rischio sistematico; questo fatto comporta una riduzione del costo del capitale e di conseguenza un aumento del valore della società. Da un punto di vista statistico, tale causalità è stata confermata da *Giese et al. (2019)*, che hanno inoltre confermato l'intuizione economica che un rating ESG alto possa essere fonte di extra rendimento rispetto al mercato.

La conferma di ciò si è avuta grazie agli studi di *Latino et al. (2021)*, i quali hanno misurato la forza del rating ESG sui mercati azionari andando ad analizzare l'impatto del cambiamento del rating sulle

---

<sup>39</sup> Si tratta, nelle parole di *Hoepner et al. (2017)* di una forma di assicurazione del valore dell'impresa contro gli eventi negativi. Questi autori hanno osservato altresì che le imprese con un elevato rating ESG mostrano un downside risk minore, supportato da misure statisticamente rilevanti di volatilità, momenti parziali e perdite attese più basse.

<sup>40</sup> Ad esempio, le società che operano nei settori energetici e delle commodities più efficienti risentono in maniera inferiore degli scostamenti delle materie prime, e quindi il prezzo delle loro azioni oscillerà di meno rispetto ai prezzi delle relative *commodities*. In termini più finanziari, il beta fattoriale è inferiore.

<sup>41</sup> Teoricamente, si potrebbero avere due situazioni: quella corretta, secondo cui un rating ESG alto mostra come l'impresa sappia ridurre i propri rischi e quindi sia più sicura e quindi abbia una valutazione superiore da parte del mercato; ma potrebbe anche essere che delle imprese di successo abbiano deciso di investire nei settori considerati maggiormente sostenibili e quindi riceva dalle agenzie un rating ESG superiore. Comprendere qual è la spiegazione giusta è cruciale per emettere un giudizio di valore sull'utilità dell'investimento ESG.



scelte d'investimento degli investitori e di conseguenza sui prezzi<sup>42</sup>. I risultati hanno evidenziato come gli investitori fossero sensibili ai cambiamenti del rating in quanto hanno investito maggiormente negli asset con un rating più elevato, anche se da un giorno all'altro i prodotti non erano cambiati. Specularmente, vi è stata una diminuzione di prezzo dei titoli con punteggio più basso, semplicemente perché il nuovo rating era diminuito rispetto al precedente. Gli autori ritengono che questo fenomeno sia dovuto alle differenti tipologie di investitori in termini di competenza finanziaria, accessibilità alle informazioni e sensibilità alle tematiche ESG.

---

<sup>42</sup> L'occasione è stata il cambiamento della metodologia del calcolo del rating nell'ottobre 2019 da parte di Morningstar e Yahoo! Finance che ha comportato una variazione non lineare dei punteggi di rating.

### 3.4 L'approccio di MSCI per la costruzione del rating

Vi sono diversi modi per costruire un sistema di rating ESG. Alcuni investitori cercano di costruire una metodologia proprietaria perché in questo modo possono personalizzare la selezione e i pesi dei vari sotto fattori ES, per ottimizzare il loro processo di selezione per la costruzione del portafoglio<sup>43</sup>.

La società MSCI è leader nella fornitura di strumenti di supporto alle decisioni d'investimento a livello globale. Tra i vari prodotti che offre vi sono anche i rating ESG e gli indici ESG.

L'agenzia di rating utilizza una metodologia proprietaria basata su regole progettata per misurare la resilienza di una società ai rischi ESG materiali di lungo termine. Essa utilizza sia un approccio computazionale basato sull'intelligenza artificiale e sull'apprendimento automatico, sia un approccio tradizionale grazie a un team di oltre duecento analisti. Il rating è espresso nelle forme tradizionali, in una scala che va da AAA a CCC a seconda dell'esposizione al rischio della società e all'abilità della stessa di gestire tali rischi meglio dei concorrenti, come si può osservare ad esempio nella Figura 3.5

Con riferimento alla metodologia, l'approccio di MSCI si basa su quattro strutture quantitative:

1. I dati: non vengono raccolti questionari, ma vengono utilizzati solo i dati pubblicamente disponibili (come quelli forniti dalla società o quelli ricavati da oltre 3400 media) che vengono integrati se necessario dalle banche dati fornite dai governi, dalle autorità di regolamentazione e dalle organizzazioni non governative.

---

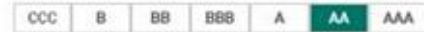
<sup>43</sup> Ad esempio, se il processo di investimento di un fondo già prevede il rischio di governance specifico, esso può essere interessato a costruire una metodologia che sopravvaluta gli aspetti addizionali dei rischi sociali e ambientali che possono essere aggiunti al processo esistente.

# ASTRAZENECA PLC (AZN)

MSCI  
ESG RATINGS



Industry: Pharmaceuticals  
Country: United Kingdom



AstraZeneca's rating remains unchanged since September, 2016.

AstraZeneca is a leader among 93 companies in the pharmaceuticals industry.

## ESG Rating history

MSCI ESG Rating history data over the last five years or since records began.



## ESG Rating distribution

Universe: MSCI ACWI Index constituents pharmaceuticals, n=93.



We focus on the key issues material to the pharmaceuticals industry. Here is how AstraZeneca compares to industry peers. MSCI also evaluates companies on their controversial business activities (weapons, tobacco, gambling, global norms and principles etc) and sustainable impact solutions (renewable energy, health, education etc). This information is only factored into the MSCI ESG Ratings from a financial risk perspective. For more details, visit the ESG investing page.



Figura 3 14. Esempio di scheda di sintesi del rating prodotto dall'agenzia MSCI. Fonte: MSCI.

2. Gli indicatori: la metodologia è standardizzata per misurare l'esposizione al rischio della società la gestione del rischio in rapporto ai concorrenti del settore; inoltre, un team dedicato di comunicazione si mette in contatto con la società oggetto di valutazione per verificarne i dati.

3. La valutazione: viene espresso un punteggio da 1 a 10 per argomento-chiave specifici di ogni settore utilizzando una metodologia basata su regole a priori; vi è un monitoraggio quotidiano degli eventi e delle eventuali controversie, e il punteggio è aggiornato su base settimanale.
4. Il rating viene ottenuto pesando i singoli punteggi che si ottengono sulla base del settore di appartenenza della società; prima di essere pubblicato, deve superare una serie di controlli e viene sempre sottoposto all'approvazione di un comitato di controllo.

Le caratteristiche peculiari dei rating ESG prodotti da MSCI sono molteplici.

1. I modelli utilizzati sono dinamici e vengono progettati per catturare i rischi nuovi ed emergenti. Il modello è ricalibrato frequentemente per modificare la composizione e i pesi degli argomenti-chiave utilizzando gli ultimi dati disponibili insieme agli input forniti dai clienti su base annua.
2. Ogni società è analizzata osservando la composizione del consiglio di amministrazione, le remunerazioni, la proprietà ed il controllo, le politiche di bilancio.
3. Con riferimento al consiglio di amministrazione, in particolare vengono considerati i criteri di elezione degli amministratori, i compensi, il numero degli stessi, oltre all'età e alla diversità di genere. Inoltre, gli amministratori che fanno parte dei comitati sensibili in ambito ESG sono classificati in base alla loro esperienza in ambito finanziario, settoriale e di risk management.
4. La raccolta tempestiva dei dati non strutturati nonché la loro validazione è effettuata mediante tecniche di intelligenza artificiale.
5. I dati forniti dalle società vengono confrontati con fonti alternative, in modo da scoprire nuove fonti di rischio potenziale.

Sulla base dell'esperienza acquisita nel settore, MSCI ha elaborato tre insegnamenti che devono essere considerati quando si elabora un rating ESG che abbia lo scopo di catturare i rischi finanziari rilevanti (*Lee, 2021<sup>44</sup>*).

1. Affidarsi troppo ai dati di input forniti dalla società esaminata può portare sia a distorsioni geografiche che dimensionali, che deviano dalla rilevanza finanziaria. Molti studi come *Boffo e Patalano (2020)* hanno dimostrato che la maggior parte dei rating ESG sono correlati positivamente con le dimensioni della società esaminata. Una spiegazione di questo fenomeno è dovuta al peso eccessivo dato ai dati societari autoprodotti nella costruzione del punteggio. MSCI ha potuto notare durante le analisi che, assegnando il rating sulla base o delle

---

<sup>44</sup> L'autrice è attualmente *Head of ESG and Climate Research* presso MSCI.

informazioni fornite dalla società o delle informazioni provenienti da terze parti, accadeva che la correlazione dimensione-rating era positiva nel primo caso e nulla nel secondo.

2. Differenti rischi si materializzano lungo differenti orizzonti temporali. Pertanto, dando più peso ad alcune problematiche invece che ad altre nella costruzione del rating si modifica l'orizzonte temporale di riferimento. Ad esempio, MSCI ha riscontrato che informazioni sulle emissioni governative c.d. *green* erano significative solo per specifici intervalli di tempo, mentre le questioni ambientali e sociali contribuiscono alle performance azionarie più nel lungo periodo che nel breve (*Giese et al., 2020*). L'idea è quindi che il mercato sia in grado di dare un prezzo solo ai rischi che possono materializzarsi nel breve periodo e quindi MSCI utilizza le informazioni dei governi in quell'intervallo di tempo, mentre sceglie un ventaglio più ampio di informazioni bilanciate quando deve fare previsioni più a lungo termine.
3. I pesi giocano un ruolo fondamentale. In particolare, essi non dovrebbero essere né assolutamente statici, né troppo dinamici nel tempo, e i rating dovrebbero catturare le dinamiche specifiche di settore più adatte a prevedere le performance finanziarie future. I pesi statici hanno il vantaggio di essere trasparenti e semplici. Inoltre, quando un investitore non ha una visione specifica dell'importanza relativa delle problematiche ESG, allora questo metodo può risultare adatto. Al contrario, bilanciare diversamente ogni fattore ESG a seconda del settore permette di cogliere le esposizioni ai rischi tipici di quel settore. Tuttavia, questo dinamismo introduce complessità e minore comparabilità tra settori. Per ovviare al problema, MSCI seleziona ogni problematica settoriale sia per settore che sottosettore, riesaminandoli sia nel peso che nel numero su base annuale. Il risultato è che un portafoglio costruito sulla base dei rischi specificatamente ponderati per settore ha avuto un extra rendimento del 7,8% in un orizzonte temporale di 13 anni rispetto ad un analogo portafoglio creato utilizzando i rischi egualmente ponderati, ma quest'ultimo si comporta meglio quando l'orizzonte temporale scende fino a diventare solo di un anno.

### 3.5 Il metodo di Refinitiv per la costruzione del rating

L'agenzia di rating Refinitiv, di proprietà del *London Stock Exchange Group*, è uno dei principali fornitori di infrastrutture e di dati finanziari a livello globale<sup>45</sup>.

La gestione di questa mole di informazioni le permette di formulare un giudizio ESG sulle società, che essa chiama *score*, estrapolando i dati dalle diverse fonti pubblicamente disponibili, attraverso diversi team per un totale di oltre 700 analisti in cinque datacenter in Europa, Asia e Africa, per formare il suo *ESG Database* proprietario.

Più in particolare, come nel caso di MSCI, Refinitiv combina le procedure algoritmiche e l'intervento umano per migliorare la qualità dei dati, sulla base di una procedura che può comprendere fino a quattro passaggi.

1. La fase di data entry e preproduzione. Vengono controllate circa 400 tipologie di errori in differenti fasi dell'inserimento dei dati, con la possibilità dell'intervento umano in casi particolari.
2. Postproduzione. Viene fatto un controllo della qualità sui dati ESG, per verificare la consistenza dei dati con le informazioni degli anni precedenti, dal punto di vista della varianza delle singole informazioni, della correlazione tra i dati, dello *scaling* degli stessi.
3. Audit indipendente. Sono condotte delle analisi quotidiane da parte di team esterni sui prodotti, sugli aspetti cruciali dei dati, riportando settimanalmente le osservazioni compiute ai team di pre e postproduzione.
4. Review del management. Il management controlla mensilmente le operazioni svolte, sulla base di un'analisi *heatmap* che evidenzia le aree maggiormente critiche e propone, se necessario, un nuovo o più aggiornato sistema di valutazione dei dati.

Gli *score* prodotti da Refinitiv sono aggiornati ogni settimana, includendo i punteggi sulle controversie (v. *infra*, paragrafo 4.1.1). Anche gli *score* passati possono essere modificati qualora dovessero emergere nuove informazioni sulle società oppure delle correzioni nei dati. Trascorsi cinque anni dalla pubblicazione di uno *score*, esso diventa definitivo e non viene mai più modificato. Refinitiv ha sempre scelto le società da analizzare sulla base dei principali indici azionari internazionali, in modo da ottenere, secondo l'opinione di chi scrive, dei risultati maggiormente coerenti e con una correlazione non casuale tra i dati.

---

<sup>45</sup> Le informazioni sulla costruzione degli *score* sono liberamente accessibili dal documento: [https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en\\_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf](https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf) (consultato il 21/02/2023).

Gli *score* prodotti, a detta dell'agenzia, sono una misura trasparente e basata sui dati delle performance in ambito ESG, che tengono conto della materialità del settore e delle caratteristiche specifiche della società. Il modello seguito (di cui si approfondirà la metodologia nel seguito) produce due tipologie di punteggio.

1. Lo *score* ESG, che misura le caratteristiche ESG della società basandosi sui dati pubblici verificabili.
2. Lo *score* ESGC che include anche le controversie ESG per fornire una valutazione completa della sostenibilità. Lo scopo di questo punteggio è quello di scontare le performance basate sugli eventi negativi riportati dai media. Questo avviene incorporando l'impatto delle controversie materiali ESG nel punteggio di partenza. In particolare, quando una società è coinvolta in una controversia, il punteggio ESGC si ricava dalla media ponderata di ogni punteggio ESG e della relativa controversia, sulla base di uno schema predefinito che raggruppa le possibili categorie di controversie.

Insieme questi due punteggi permettono agli utenti di valutare e scegliere quale tra i due *score* soddisfi meglio le proprie esigenze, vincoli o criteri di investimento. Ogni *score* varia da A+ ad D- in ordine decrescente, dai leader fino alle società peggiori.

### 3.5.1 La metodologia di calcolo dello *score*

Il processo di calcolo dello *score* ESG è composto da tre fasi, mentre lo *score* ESGC scaturisce da un ulteriore passaggio.

1. Trattamento dei dati. I dati vengono trattati in base alla loro natura, se booleani o numerici. Ogni misura ha una propria polarità, ossia associa ad un punteggio alto una proprietà di desiderabilità o meno. I dati booleani, anche sulla base della polarità, vengono convertiti in valori numerici. Ciascun dato riceve un peso diverso a seconda della natura del settore. Successivamente, sulla base dei percentili più rilevanti, sono scelti dieci punteggi di categoria da cui verrà determinato lo *score* ESGC, in base alla formula seguente:

$$\text{score} = \frac{n. \text{ di società con uno score peggiore} + \frac{n. \text{ di società con lo stesso score}}{2}}{\text{numero di società con uno score}}$$

I punteggi ambientali e sociali, unitamente al punteggio sulle controversie, vengono assegnati sulla base della classificazione Refinitiv dei settori (conosciuta come TRBC), poiché questi fattori dipendono essenzialmente dalla natura del settore. Il punteggio del fattore governance, viene invece usato come benchmark il paese in cui la società ha sede, in quanto si ritiene che le politiche di governance dipendano dal sistema legale presente in ogni stato.

2. Matrice di materialità. Per Refinitiv la materialità in ambito ESG è definita attraverso i pesi di ogni categoria, che sono calcolati sulla base dei dati a disposizione e di una funzione obiettivo, per determinare l'importanza relativa di ogni tematica per i vari settori. Qualora non vi siano dati a sufficienza, la tematica non viene inclusa nella matrice. L'agenzia segue delle regole specifiche per il calcolo dei pesi, utilizzando come punto di partenza il valore mediano che ha ogni società oggetto di analisi all'interno del proprio settore di appartenenza. A sua volta, il settore viene pesato in base alla sua importanza relativa per calcolare la media ponderata di ogni categoria.
3. Calcolo dello *score* ESG. Ottenuti i pesi per ogni categoria, viene calcolato il punteggio per la singola società. Ottenuto il punteggio complessivo, si ricava il peso per esso di ogni singolo fattore, ambientale, sociale e di governance, chiamato *pillar score*.
4. Qualora nell'anno vi siano state delle controversie, esse vanno a modificare il punteggio ESG, che diventa lo *score* ESGC.

### 3.5.2 Un esempio di discordanza: Refinitiv e il ricalcolo del rating durante il COVID-19

Il caso di Refinitiv è peculiare in quanto permette di approfondire una delle tematiche più sentite nell'analisi dei fattori ESG, quella della discordanza, ossia della differenza tra i rating ESG prodotti da diverse agenzie.

Come documentato da *Berg et al. (2021)*, l'agenzia in questione ha cambiato la metodologia di calcolo dei suoi rating durante la pandemia di COVID-19. Il problema è che è andata anche a ricalcolare tutti i rating emessi prima della pandemia utilizzando la nuova metodologia. In questo modo gli studi sui fattori ESG che utilizzavano il vecchio database, come ad esempio *Albuquerque et al. (2020)* mostrano risultati opposti quando vengono condotti basandosi sul nuovo database. In particolare, gli autori hanno mostrato come le società che avevano un rating ESG elevato si sono comportate meglio dal punto di vista delle performance *solo dopo che* il metodo di calcolo del rating era cambiato, con la conseguenza che sarebbe stato lecito, senza conoscere questa informazione



cruciale, dedurre che le società migliori da un punto di vista ESG hanno saputo affrontare meglio la pandemia.

Dei medesimi autori ancora più interessante è l'ulteriore considerazione che Refinitiv cambia i pesi delle categorie delle società senza fare annunci al pubblico, su base settimanale, che si può evincere dall'analisi dei database dal 2011 al 2020.

## Capitolo 4 – Gli indici ESG

### Introduzione

Ogni investimento ha bisogno di un benchmark. In un'economia competitiva di mercato tutti gli attori economici misurano le loro performance in termini assoluti e negativi rispetto ai loro pari.

I rating e gli indici ESG sono una componente cruciale del mercato poiché essi assicurano che le problematiche delle imprese siano riflesse sia dalle dichiarazioni dell'impresa stessa e siano seguite da benchmark adeguati, in modo che gli investitori possano scegliere consapevolmente. In dettaglio, le strategie di investimento che integrano le componenti ESG considerano in maniera proattiva tutti i fattori materiali che influenzano il valore dell'impresa, che quindi si vanno ad aggiungere alle performance finanziarie tradizionali. Poiché la domanda sul mercato ESG è cresciuta in maniera imponente, gli investitori necessitano di valutare sempre meglio le performance ESG delle società in cui investono o vorrebbero investire. Va inoltre aggiunto che sempre più i consumatori, i lavoratori, le autorità di vigilanza, i legislatori e il pubblico in generale incorporano i fattori ESG nelle loro scelte di acquisto, di lavoro, di politiche di controllo e legislative (*Pagano et al. 2018*). Infine, un numero crescente di imprese domanda metriche esterne ESG per misurare e validare i propri sforzi in materia. Di conseguenza sia i rating che gli indici ESG sono aumentati in quantità, qualità, complessità e varietà.

Mentre nel precedente capitolo l'attenzione era concentrata sui rating ESG, adesso l'analisi si focalizzerà sugli indici ESG, con un taglio maggiormente empirico. In particolare, nel **paragrafo 4.1** verrà data una definizione attuale di cosa sia l'indice ESG, con un approfondimento sulle controversie, ossia quella serie di eventi che determinano l'appartenenza (o l'uscita) di una società da un determinato indice ESG. Successivamente, saranno analizzati alcuni dei più importanti indici ESG in circolazione. Nel **paragrafo 4.2** si comincerà dal MSCI USA ESG Select Index, per passare nel **paragrafo 4.3** al Bloomberg Global Equity ESG Index e nel **paragrafo 4.4** al Bloomberg MSCI Green Bond Indices.

Questi indici sono stati selezionati per due ragioni principali. *In primis*, i primi due riguardano il mercato azionario mentre il terzo copre le obbligazioni green, quindi è possibile cogliere le differenti sfumature degli indici, soprattutto con riguardo ai criteri di ammissibilità, permanenza ed esclusione delle società all'interno degli indici. In secondo luogo, i primi due indici sono emessi da due agenzie di rating ESG differenti, rispettivamente MSCI e Bloomberg, le quali tuttavia collaborano per il terzo indice: si può così apprezzare quale sia la natura di tale collaborazione e per quale motivo si è resa necessaria, a fronte di una concorrenza intensa negli altri ambiti.



## 4.1 Definizione e utilizzo degli indici ESG

Il termine “indice” ha molte applicazioni e può essere usato per descrivere una lista, un rating o una classifica (*Sinclair, 2011*). In questo capitolo il termine “indice ESG” descrive un indice investibile, solitamente ponderato sulla base della capitalizzazione di mercato calcolata aggregando i punteggi delle singole società che lo compongono sulla base di un punteggio che misura le performance ESG. Infatti, il mercato degli investimenti ha bisogno di benchmark per misurare l’impatto delle strategie ESG sulla costruzione del portafoglio, quantificare l’impegno finanziario di tali strategie, definire le caratteristiche ESG di ogni portafoglio e identificare l’esposizione al rischio ESG. A seconda delle preferenze dell’investitore, possono essere scelti altri metodi per ponderare le singole società che compongono un indice.

Un’agenzia di rating può calcolare e dare in licenza i propri indici, oppure collaborare con società terze sul mercato per il medesimo scopo. Le applicazioni di un indice ESG sono molto ampie per gli investitori, come per esempio la già citata creazione di un benchmark su cui confrontare le proprie performance oppure da replicare in uno strumento derivato; oppure servire da termine di paragone per le società interessate ad avere un particolare *standing* sul mercato nell’ambito ESG; o ancora sintetizzare per il pubblico e per i media il comportamento di una data società in confronto ai concorrenti.

L’agenzia che progetta l’indice ESG ha, come si vedrà nel seguito, un margine di manovra molto elevato, ma nella prassi la procedura è la stessa per ogni indice: viene scelto tra un paniere di società un novero più limitato che soddisfi determinate caratteristiche desiderabili per quanto riguarda i fattori ESG, quantificati da un punteggio che supera una certa soglia. Le società devono comunque superare una fase di screening particolarmente selettiva. Una volta che la società è riuscita ad entrare nell’indice, per rimanere non deve incorrere in quelle che sono definite le controversie, ossia gli eventi sfavorevoli da un punto di vista ESG, per evitare di uscire dall’indice e di perdere credibilità.

### 4.1.1 Le controversie

Il rating sulla controversia (nel seguito del paragrafo, il rating) è una delle misure chiave delle performance ESG di una società che serve a colmare l’asimmetria informativa tra emittente e investitori. Esso riflette il livello di coinvolgimento nelle problematiche ESG e il modo in cui essa le gestisce. La società Sustainalytics (facente parte del gruppo Morningstar Company) si occupa di ricerca, rating e dati ESG. Essa nello studio *Sustainalytics (2021)* illustra come si perviene ad un rating nella Figura 4.1.

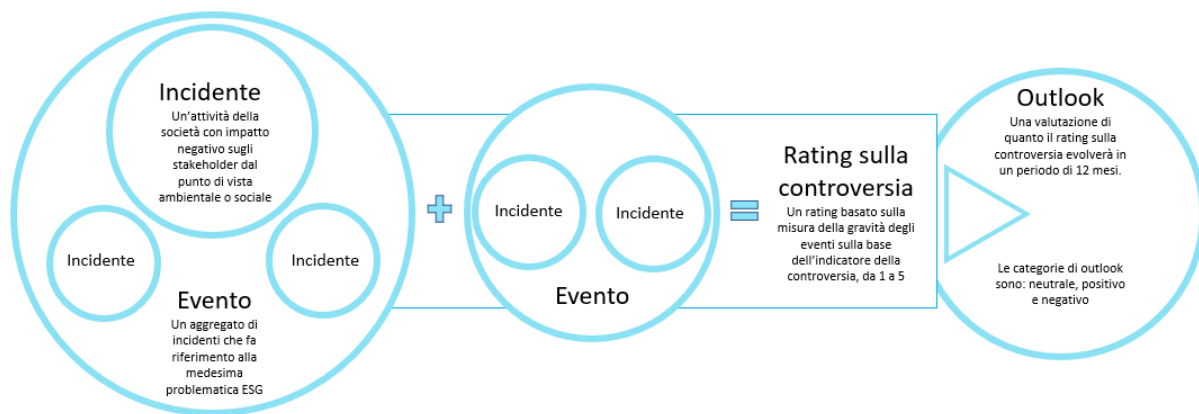


Figura 4.15. Procedura standardizzata di come si giunge ad un rating sulla controversia. Fonte Sustainalytics (2021).

Come si può osservare, l'elemento fondamentale è l'incidente, che viene definito come l'attività dell'impresa che ha un impatto sociale o ambientale non desiderato e/o negativo sugli stakeholder. Gli incidenti sono valutati in via preliminare sulla base dell'impatto negativo che causano sia a livello sociale e ambientale, sia per il rischio reputazionale che comportano verso l'impresa. Essi sono seguiti attraverso i media e le fonti aggiornate dalle organizzazioni non governative e influenzano il rating per un periodo di tre anni. In via eccezionale, gli incidenti più gravi che hanno un impatto duraturo continuano a pesare sul rating fino a quando non cessano di essere un rischio per l'impresa.

Quando alcuni incidenti sono collegati alla medesima problematica ESG si parla di evento. Essi vengono classificati da *Sustainalytics (2021)* sulla base di quaranta indicatori di evento che fanno riferimento alle diverse problematiche ESG<sup>46</sup>. Per valutare un evento, gli analisti guardano alla serie di incidenti che lo formano valutandoli nel complesso sulla base dell'impatto che hanno sull'ambiente e la società, sui rischi che l'impresa corre a causa degli incidenti e sulla gestione da parte del management della risposta agli incidenti. Gli eventi vengono classificati su una scala di cinque livelli da 1 (basso) a 5 (grave).

La controversia è un aggregato di eventi relativo ad un fattore ESG. Il giudizio più severo su un evento riguardante un indicatore di controversia diventa in automatico il rating su quella controversia.

<sup>46</sup> Ad esempio, una serie di scioperi dei lavoratori in vari distaccamenti dell'impresa forma un evento sotto la voce "Relazioni sindacali".

## 4.2 MSCI USA ESG Select Index

L'indice MSCI USA ESG Select (nel seguito del paragrafo, l'indice) è progettato per massimizzare l'esposizione positiva ai fattori ESG mantenendo un profilo di rischio e rendimento analogo a quello dell'indice MSCI USA (*MSCI, 2021*), come si può osservare nel Grafico 4.1. L'indice è costruito selezionando i titoli dell'indice MSCI USA attraverso un processo di ottimizzazione che mira a massimizzare l'esposizione ai fattori ESG con un determinato *tracking error*<sup>47</sup> e tenendo conto di alcuni vincoli. L'indice è diversificato per settore e predilige società con alto rating ESG in ogni settore. Le società coinvolte in alcuni business controversi non possono essere incluse nell'indice. La costruzione di questo indice si basa su una procedura standardizzata per gli indici MSCI che prevede quattro passaggi base:

1. La definizione del c.d. *Parent Index*;
2. La definizione dei criteri di esclusione;
3. La definizione dei vincoli di ottimizzazione;
4. La determinazione del portafoglio ottimizzato.

Nel caso considerato, il *Parent Index* è l'indice MSCI USA. I criteri di esclusione sono sia i rating ESG delle varie società (*v. supra, capitolo terzo*), sia le ricerche condotte dal team MSCI ESG Research per determinare l'ammissibilità nell'indice, sia le metriche MSCI Climate Change. In particolare, le ricerche fanno riferimento ad una lista di settori e di prodotti che, se attinenti ad una società, ne comportano automaticamente l'esclusione<sup>48</sup>. Superato questo primo screening negativo, viene valutato il punteggio, chiamato *MSCI ESG*

---

<sup>47</sup> La misura della differenza tra le fluttuazioni dei rendimenti di un portafoglio di investimenti e quelle di un dato benchmark. Fonte: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/wealth-management/tracking-error/> (consultato il 02/12/2022)

<sup>48</sup> La lista include questi beni e servizi: armi controverse, armi civili, armi nucleari, tabacco, alcolici, armi convenzionali, gioco d'azzardo, energia nucleare, estrazione di combustibili fossili, produzione di energia da carbone.

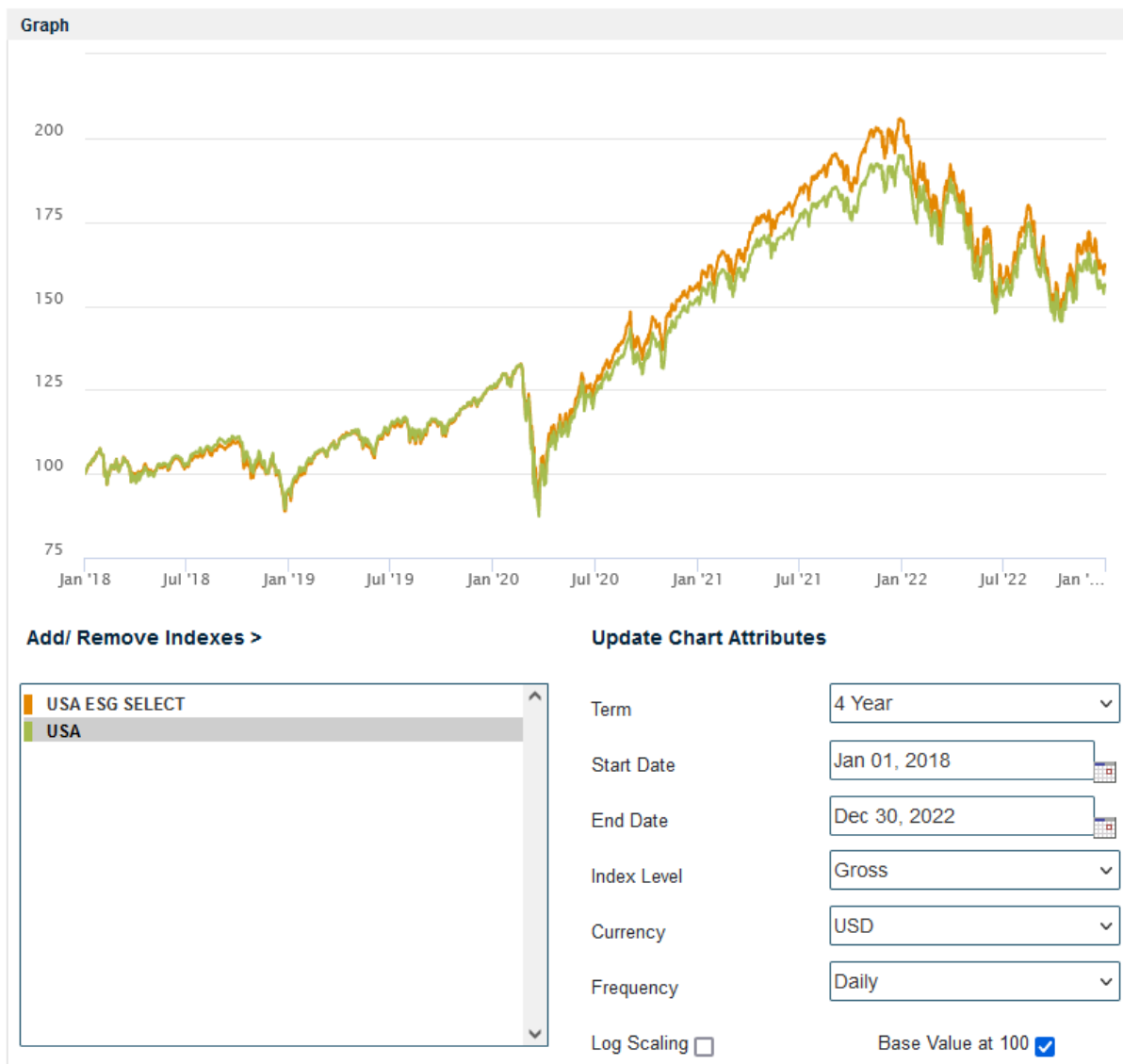


Grafico 4.1. Confronto tra l'andamento dell'indice MSCI USA ESG Select e il suo corrispettivo MSCI USA nell'intervallo tra il 01/01/2018 e il 30/12/2022. Fonte: <https://app2.msci.com/products/indexes/performance?size=30&scope=C&style=B&currency=15&priceLevel=0&indexId=96447> (consultato il 01/01/2023).

*Controversies Score*, che valuta le società coinvolte in controversie legali sulle operazioni, i prodotti e i servizi che riguardano i fattori ESG. Per rimanere nell'indice una società deve avere tale punteggio maggiore di zero, mentre per entrare a far parte dell'indice, la potenziale società deve avere un punteggio superiore a due.

Superato anche il secondo screening, tra le società candidate vengono scelte quelle che permettono di massimizzare i punteggi ESG per specifico settore, con il vincolo di mantenere le medesime caratteristiche di rischio e rendimento dell'indice MSCI USA. A questo proposito, i vari punteggi

ESG sono normalizzati<sup>49</sup> e fattorizzati nel processo di ottimizzazione. Questo è un processo quantitativo che considera i pesi della capitalizzazione di mercato dell'indice MSCI USA i punteggi ESG e ulteriori vincoli di ottimizzazione per selezionare e ponderare le società dell'indice. Ad ogni revisione trimestrale dell'indice, vengono utilizzati i seguenti vincoli di ottimizzazione per garantire la replicabilità e la possibilità di investimento:

1. Il tracking error previsto deve rimanere sotto l'1,8%.
2. Il massimo peso di ogni singola società deve essere il 5%.
3. Il minimo peso di ogni società deve essere lo 0,1%
4. Possono esserci al massimo 350 società nell'indice.
5. I pesi dei settori dell'indice non devono deviare di oltre il 3% (in positivo o in negativo) dagli analoghi pesi del *Parent Index*.
6. Il massimo turnover delle società dell'indice è fissato al 10% nelle revisioni semestrali e del 5% in quelle trimestrali.
7. Il singolo costo di transazione è fissato allo 0,5% del controvalore della transazione.
8. Viene applicato un indice di avversione al rischio Asset Selection/Fattore Comune pari a 10.

Infine, l'indice viene costruito utilizzando la versione più recente dell'ottimizzatore Barra Open<sup>50</sup> unitamente al modello Barra Equity<sup>51</sup> più adeguato. L'ottimizzazione utilizza il *Parent Index* dopo l'applicazione dei criteri di esclusione come insieme universo delle azioni selezionabili e applica tutti i vincoli sopra elencati per determinare i titoli e i pesi che formeranno l'indice.

Una volta costruito l'indice, esso viene ribilanciato ogni trimestre unitamente agli altri indici prodotti da MSCI. In particolare, le revisioni semestrali più impegnative avvengono a maggio e novembre, mentre le altre più leggere sono effettuate in febbraio e agosto, ed ogni cambiamento ha effetto dalla fine del mese di riferimento, mentre i nuovi indici rivisitati sono pubblicati nove giorni lavorativi prima di quella data.

Come regola generale, MSCI utilizza i dati forniti dalla consociata MSCI ESG Research alla fine del mese precedente la scadenza della revisione, ma se necessario sono utilizzati anche i dati successivi a tale data. Alla fine della review l'indice viene nuovamente calcolato utilizzando il processo di

---

<sup>49</sup> La normalizzazione dei punteggi ESG permette al processo di misurare ogni punteggio nel contesto della distribuzione complessiva di tutti i punteggi.

<sup>50</sup> L'ottimizzatore Barra Open è una libreria software elaborata da MSCI Barra, specificatamente progettata per risolvere i problemi di ottimizzazione di portafoglio. Per ulteriori approfondimenti:

<https://www.msci.com/documents/1296102/8335426/Barra-Open-Optimizer.pdf> (consultato il 15/12/2022).

<sup>51</sup> Si tratta di modelli multifattoriali elaborati da MSCI Barra sviluppati per specifiche categorie di titoli (come azioni, titoli a reddito fisso, strumenti derivati) che servono a prevedere il rischio sia a livello di singolo titolo che di portafoglio. Per ulteriori approfondimenti:

<https://app2.msci.com/products/analytics/models/> (consultato il 15/12/2022).



ottimizzazione appena visto. Come regola ferrea, le società *non* possono essere aggiunte all'indice in altre date al di fuori di quelle di revisione.

Il trattamento generale degli eventi societari nella manutenzione dell'indice tende a minimizzare il turnover al di fuori delle date di revisione. Infatti, la metodologia mira a rappresentare in maniera appropriata la partecipazione dell'investitore ad un evento sulla base dell'evento stesso e sul peso *ex ante* delle società dell'indice che sono coinvolte. Inoltre, i cambiamenti nella capitalizzazione di mercato di queste società dovuti agli eventi societari sono compensati da un cambiamento corrispondente nel fattore di peso variabile di quelle determinate società. A titolo di esempio si elencano alcune tipologie di eventi societari che vengono considerati rilevanti per la manutenzione dell'indice:

1. Nuove società nel *Parent Index*. In questo caso la nuova società *non* è aggiunta automaticamente all'indice.
2. Spin-off. Tutte le azioni create come risultato della scissione di una società presente nell'indice vengono aggiunte all'indice non appena la scissione ha effetto, mentre la valutazione del mantenimento delle società scisse viene decisa nella prima revisione utile.
3. Fusioni e acquisizioni. Vi è da distinguere due casi. Se una società che appartiene all'indice ne acquista un'altra (che può appartenere già o non appartenere all'indice) allora il peso dell'acquirente dopo l'acquisizione viene aggiunto all'indice in proporzione al numero di azioni che ha acquisito, mentre gli eventuali compensi in denaro sono distribuiti in maniera uniforme sull'indice. Se una società facente parte dell'indice viene acquisita da una società non appartenente all'indice, la prima esce dall'indice e la seconda non viene aggiunta in automatico.
4. Cambiamento delle caratteristiche del titolo. Un titolo continua ad appartenere all'indice anche se cambia le sue caratteristiche più distintive (come la nazione, il settore, le dimensioni), ma verrà attentamente analizzato alla prima data utile di revisione per valutare se debba o meno permanere nell'indice.

Se la frequenza delle revisioni del *Parent Index* è superiore a quella dell'indice, allora i cambiamenti effettuati nel primo non hanno effetto fino alla data di revisione del secondo, con l'eccezione della rimozione di una società dal *Parent Index*, la quale viene immediatamente effettuata anche nell'indice.

### 4.3 Bloomberg Global Equity ESG Index

Gli indici Bloomberg SASB ESG Global Ex-Controversy Select (nel seguito del paragrafo, gli indici, i cui andamenti sono rappresentati nel Grafico 4.2 e 4.3) sono progettati per essere i benchmark per un investimento socialmente responsabile. Essi derivano dagli indici Bloomberg per dimensione e stile (che nel caso di Bloomberg sono detti *Indici Base*, analogamente al *Parent Index* di MSCI)<sup>52</sup>. Gli Indici Base sono ottimizzati per massimizzare l'esposizione ad un punteggio di ESG prodotto da Bloomberg detto *R-Factor* (Bloomberg, 2022), specificatamente progettato per misurare le performance di una società sulla base della materialità dei rischi in ambito ESG, pur mantenendo il profilo di rischio/rendimento dell'Indice Base.

Questa metrica, infatti, raccoglie le informazioni provenienti da molteplici fonti, tutte liberamente accessibili per generare un punteggio ESG per ogni società quotata. Lo scopo è quello di fornire una maggiore trasparenza per le imprese e per gli investitori in merito alla materialità dei rischi che effettivamente ogni società corre, oltre che più in generale aumentare la sostenibilità dei mercati dei capitali. Più nel dettaglio, *R-Factor* è generato da un algoritmo per il mapping che utilizza le metriche per la materialità dei rischi sulla base di 77 settori e 17 sistemi regolatori<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> In particolare, sono stati sviluppati due indici specifici ESG da Bloomberg che rispecchiano queste caratteristiche:

1. *Bloomberg SASB Developed Markets ex US Large & Mid Cap ESG Ex-Controversies Select Price Return / Total Return*, che usa come Indice Base il Bloomberg Developed Markets ex US Large & Mid Cap Total Return.
2. *Bloomberg SASB Emerging Markets Large & Mid Cap ESG Ex-Controversies Select Price Return / Total Return*, che usa come Indice Base il Bloomberg Emerging Markets Large & Mid Cap Total Return Index.

<sup>53</sup> Questa metodologia è guidata da un punto di vista contabile dai principi del Sustainability Accounting Standard Board (appunto il SASB da cui prendono il nome gli indici). Essi sono stati sviluppati per permettere alle società di tutto il mondo di identificare, gestire e comunicare l'informazione sulla materialità dei rischi ESG agli investitori. Lo SASB è una società no-profit globale che ha sviluppato questi standard in molti anni basandosi sulla domanda di informazione da parte dei partecipanti al mercato. Gli standard SASB sono pienamente trasparenti e pubblicamente disponibili per ogni investitore e continuano ad evolvere sulla base dei feedback del mercato. Per ulteriori approfondimenti: <https://www.sasb.org/> (consultato il 16/12/2022).

# SPDR BLOOMBERG SASB DEVELOPED MARKETS EX US ESG SELECT ETF

Add to watchlist

ETF, RDMX

**24.05** -0.15 (-0.62%)

12/30/2022 10:15 PM NYA

Intraday 1w 1m 6m Ytd 1y 3y **5y** Max

Volume ▾

Line-Chart ▾



Grafico 4.2. Andamento dell'indice Bloomberg SASB Developed Markets ex US Large & Mid Cap ESG Ex-Controversies Select e il suo corrispettivo MSCI USA nell'intervallo tra il 01/01/2018 e il 30/12/2022. Fonte: <https://markets.businessinsider.com/etfs/spdr-bloomberg-sasb-developed-markets-ex-us-esg-select-etf-us78470e3045?op=1> (consultato il 01/01/2023).

## SPDR BLOOMBERG SASB EMERGING MARKETS ESG SELECT ETF

Add to watchlist

ETF, REMG

**22.90** -0.29 (-1.26%)

12/30/2022 10:15 PM NYA



Grafico 4.3. Andamento dell'indice Bloomberg SASB Emerging Markets ex US Large & Mid Cap ESG Ex-Controversies Select e il suo corrispettivo MSCI USA nell'intervallo tra il 01/01/2018 e il 30/12/2022. Fonte: <https://markets.businessinsider.com/etfs/spdr-bloomberg-sasb-emerging-markets-esg-select-etf-us78470e4035?op=1>

Esso è formato da due componenti:

1. ESG: esso viene creato mappando i dati grezzi provenienti dalle terze parti (come ISS-ESG Sustainalytics e Vigeo-EIRIS) sul framework di materialità pubblicato dallo SASB per ognuno dei 77 settori.
2. Corporate Governance: esso viene creato mappando i dati grezzi prodotti da ISS-GOVERNANCE in 17 codici di governance sviluppati dagli investitori o dalle autorità di regolamentazione. Questi codici descrivono le aspettative minime di governance richieste in un particolare stato o regione.

La costruzione degli indici è simile a quella del paragrafo precedente. Dopo che sono stati applicati i criteri di esclusione ai titoli dell'Indice Base, viene costruito un portafoglio ottimo sulla base di un

algoritmo proprietario. Più in dettaglio, i criteri di esclusione sono di duplice natura: da una parte vi sono quelle società con un R-Factor troppo basso e dall'altra vi sono le società che ricadono nelle categorie ESG controverse, oppure che non sono pienamente trasparenti con riguardo proprio a tali categorie. La soglia di esclusione all'interno di ogni categoria viene determinata da Bloomberg Index Services Limited, in particolare:

1. Controversie per eventi estremi. Ogni evento che ha un grave impatto sull'ambiente e sulla società nel suo complesso, e che quindi mette a rischio l'attività dell'impresa. Essere solo in questa categoria rappresenta una corporate governance gravemente deficitaria e una mancanza da parte del management di dedicarsi alla mitigazione dei rischi più rilevanti (*Sustainalytics, 2021*).
2. Armi controverse. Tutte le società che forniscono componenti essenziali per sistemi d'arma letali.
3. Violazioni UNGC. Le società che hanno violato uno o più principi del Global Compact delle Nazioni Unite.
4. Armi civili. Rientrano in questa categoria quelle società che generano almeno il 5% del fatturato attraverso la produzione, la distribuzione e la vendita di armi d'assalto e da non assalto (o di loro componenti essenziali) a clienti civili.
5. Estrazione di carbone termico. Tutte le società che generano almeno il 5% del loro fatturato dall'estrazione del carbone utilizzato per la produzione di energia.
6. Tabacco. Tutte le società che generano almeno il 5% del fatturato dalla produzione di tabacco oppure di beni e servizi relativi al tabacco, così come le società che generano almeno il 10% del fatturato dalla distribuzione e dalla vendita al dettaglio di prodotti derivanti dal tabacco.
7. Sono escluse automaticamente tutti i titoli emessi da società quotate o domiciliate in paesi sottoposti a regimi sanzionatori da parte dei governi USA, UK, Unione Europea e Nazioni Unite.

L'ottimizzazione è raggiunta mediante il software proprietario *Bloomberg PORT Optimizer* unitamente ai modelli di confronto regionali. Più nello specifico, dapprima il software utilizza l'Indice Base come referenza e ottiene la sua combinazione rischio/rendimento. Successivamente viene impostato come portafoglio iniziale<sup>54</sup> quello che si ha il giorno prima del ribilanciamento, per tenere conto di tutti gli eventuali eventi societari. Come universo dei titoli si sceglie l'Indice Base escludendo i titoli nelle categorie controverse. Viene aggiornato il R-Factor del modello tenendo

---

<sup>54</sup> Come primo portafoglio iniziale venne scelto un ammontare di denaro liquido corrispondente a \$100 milioni.

conto dei punteggi ESG aggiornati per i titoli che formano l'Indice Base<sup>55</sup>. Terminata questa fase preparatoria, vengono inseriti nel software i vincoli che deve rispettare ogni titolo per garantire anche in questo caso la replicabilità e l'investibilità.

Nel caso degli indici considerati essi sono:

1. Un rischio attivo *ex ante* del 0,90%.
2. Un peso minimo per ogni titolo dello 0,02%.
3. Un active weight<sup>56</sup> rispetto al benchmark del  $\pm 1\%$ .
4. Un BICS active weight di settore<sup>57</sup> del  $\pm 1\%$ .
5. Un Country active weight<sup>58</sup> del  $\pm 1\%$ .
6. Un rischio attivo non fattorizzabile di 0,45.
7. Una rotazione dei titoli del 7,5% sul valore di mercato del portafoglio.

Il software, quindi, sceglie i titoli calcola i pesi di ognuno. Qualora non riuscisse a convergere ad una soluzione, provvede ad abbassare le restrizioni dalla 4 alla 7 fino ad ottenere una soluzione ottimale. Se nemmeno in questo caso la si raggiunge, interviene un panel di esperti e l'indice nel frattempo non viene aggiornato.

Il ribilanciamento degli indici avviene con cadenza trimestrale, entrando in effetto il secondo mercoledì di marzo, giugno, settembre e dicembre. La manutenzione dell'indice per tenere conto delle problematiche ESG emergenti.

---

<sup>55</sup> Alcune delle società che operano nei mercati emergenti potrebbero non avere dati ESG aggiornati a sufficienza. In questo caso il loro R-Factor aggiornato è calcolato utilizzando le medie di paese e di settore come variabili proxy.

<sup>56</sup> Ossia la differenza tra il peso del titolo nell'indice e il peso nell'Indice Base.

<sup>57</sup> Ossia la differenza tra il peso del BICS (Business Insights and Conditions Survey) di settore tra l'indice e il peso nell'Indice Base.

<sup>58</sup> Ossia la differenza tra il peso di ogni paese nell'indice e il peso nell'Indice Base

#### 4.4 Bloomberg MSCI Green Bond Indices

Un benchmark ben progettato cerca di rappresentare un particolare mercato in maniera accurata, fornendo una misura chiara del rapporto rischio/rendimento di una categoria di titoli e una cornice regolamentaria trasparente per definire un insieme di scelte di investimento nella fase di allocazione delle risorse. Un problema particolarmente significativo nel costruire un indice che rappresenti i green bond è quello di fissare regole specifiche, chiare, trasparenti e oggettive per identificare quali siano effettivamente quegli investimenti “green” da poter selezionare

A questo proposito nel 2014, a seguito di una serie di consultazioni con i maggiori player di mercato, inclusi emittenti, proprietari e gestori di fondi e società di consulenza, le società Bloomberg e MSCI ESG Research LLC hanno introdotto una nuova famiglia di indici sui Green Bond, andando a completare la famiglia di benchmark sui titoli a reddito fisso già prodotti congiuntamente dalle due società. Questi nuovi indici racchiudono alcune caratteristiche innovative che li differenziano dalla concorrenza (*Bloomberg MSCI, 2021; v. supra, paragrafo 2.1.1*).

1. Il processo di valutazione dei titoli viene svolto in maniera indipendente da MSCI ESG Research sotto quattro aspetti differenti (uso dei fondi, valutazione del progetto, gestione dei fondi, reporting) per determinare se essi debbano appartenere o meno all’indice. Questi criteri riflettono gli elementi chiave dei *Green Bond Principles (ICMA, 2014)*<sup>59</sup>.
2. I criteri di eleggibilità sono scelti invece da Bloomberg in modo che l’indice finale sia allo stesso tempo trasparente e rappresentativo del mercato che viene analizzato. Bloomberg si occupa altresì del calcolo dell’indice e della sua gestione.
3. Un design flessibile permette varianti multiple di ogni indice, come ad esempio sottoindici definiti dalla qualità del credito, dalla regione, dalla valuta, dalla *maturity* e dall’utilizzo dei fondi.

Nello specifico, per ogni indice Bloomberg MSCI Green Bond (nel seguito, l’indice), la valutazione effettuata in maniera autonoma da MSCI ESG Research nei quattro aspetti si svolge in dettaglio come segue.

---

<sup>59</sup> Una richiesta avanzata da più parti durante la fase di consultazione era infatti il desiderio che chi scegliesse i titoli fosse un soggetto differente da chi li emettesse. Questo approccio veniva ritenuto fondamentale in quanto avrebbe aggiunto un ulteriore livello di integrità oltre all’auto-designazione di un investimento come verde oppure alla richiesta di un parere da parte di un soggetto, che inevitabilmente sarebbe stato pagato dall’emittente stesso, andando a generare un potenziale conflitto d’interesse o addirittura il deprecabile fenomeno del *greenwashing* (*v. supra, paragrafo 2.3*). Per ovviare a questi problemi, MSCI ESG Research ha stabilito regole chiare di assegnazione del termine green bond, con lo scopo di fornire sufficiente trasparenza sull’utilizzo dei fondi per i titoli selezionati e per permettere agli investitori di scegliere con sicurezza tra un paniere di titoli effettivamente green.

Per quanto riguarda l'utilizzo dei fondi raccolti, i titoli sono considerati green solo quando le risorse vengono destinate ad almeno una delle categorie ambientali stabilite da MSCI ESG Research per un ammontare pari ad almeno il 90% della raccolta. Le categorie sono:

1. Energie alternative. Investimenti in prodotti, servizi o infrastrutture che danno supporto allo sviluppo o alla distribuzione di energie rinnovabili e combustibili alternativi, come l'energia eolica, solare, geotermica, idroelettrica<sup>60</sup>, da biomasse, da rifiuti e dalla variazione delle maree. Si considerano inoltre le tecnologie per la produzione e la distribuzione di combustibili meno inquinanti come l'idrogeno, il biodiesel, il biogas e l'etanolo.
2. Efficienza energetica. Investimenti in prodotti, servizi, infrastrutture o tecnologie che sono mirate proattivamente a rispondere alla crescente richiesta di energia, ma minimizzando gli effetti climatici, come: i sistemi di ottimizzazione, di automazione e di controllo; le infrastrutture per l'immagazzinamento dell'energia o tramite batterie o tramite serbatoi; i sistemi che riducono il consumo di combustibili fossili per i mezzi di trasporto e gli impianti industriali<sup>61</sup>; le nuove infrastrutture di trasporto, gli equipaggiamenti HVAC per il condizionamento ambientale.
3. Prevenzione e controllo dell'inquinamento. Gli investimenti in quei progetti che riducono l'inquinamento, minimizzano l'impiego di acqua o diminuiscono la produzione netta di rifiuti mediante il riciclo<sup>62</sup>. Sono inclusi in particolare la cattura e l'immagazzinamento della CO<sub>2</sub>, gli impianti di trattamento delle acque, gli interventi di trattamento rifiuti e di recupero del suolo, la produzione di materiali ecologici da utilizzare nell'edilizia.
4. Acqua sostenibile. Gli investimenti in progetti che mirano a risolvere la scarsità, la bassa qualità delle acque nonché la sua disponibilità, come ad esempio lo sviluppo e la manutenzione della rete idrica; gli impianti per la raccolta delle acque meteoriche, nonché per il trattamento delle acque industriali e la dissalazione dell'acqua marina; le opere di protezione del suolo, delle foreste e di altra vegetazione nei bacini idrografici superiori come mezzo di miglioramento delle falde acquifere
5. Edilizia green. Rientrano in quest'ambito la progettazione, la costruzione e la ristrutturazione che soddisfano i requisiti ambientali di un dato paese (come l'Energy Star e il LEED). I mutui

---

<sup>60</sup> Nel caso di impianti con una potenza maggiore di 25MW il progetto deve sottostare anche ad altri criteri di sostenibilità, ossia deve superare il giudizio di almeno una delle *best practice* internazionali tra Hydropower Sustainability Protocol (con un punteggio superiore a 3) International Finance Corporation (IFC) Performance Standards (nello specifico deve soddisfare i requisiti in tutti e otto i performance standard).

<sup>61</sup> Sono esplicitamente esclusi gli efficientamenti energetici nell'ambito della produzione di energia da combustibili fossili, ad eccezione della cogenerazione da gas naturale.

<sup>62</sup> Infatti, possono essere approvati i progetti per discariche o impianti di incenerimento solo se hanno anche una componente che trasformi i rifiuti in energia.



cartolarizzati rientrano in questa categoria se la proprietà che funge da sottostante migliora le performance energetiche di almeno il 30%.

6. Adattamento climatico. Gli investimenti in progetti che riducono la vulnerabilità di un sistema sociale o ambientale agli effetti del cambiamento climatico mantenendo o incrementando le capacità adattive, riducendo la sensibilità ai mutamenti climatici e aumentando la resilienza climatica, come ad esempio la protezione da inondazioni, i sistemi agricoli resilienti, la riforestazione, la modernizzazione dei sistemi meteorologici e l'assicurazione contro il rischio di catastrofi.
7. Altro. Rientrano in questa categoria residuale i progetti che non ricadono nelle sei precedenti categorie, ma che comunque sono considerate meritorie. Esempi sono gli interventi di protezione e conservazione della biodiversità, la deforestazione sostenibile e la afforestazione, o i progetti di agricoltura sostenibile.

I bond sono considerati inseribili nell'indice se l'emittente indica chiaramente<sup>63</sup> i criteri specifici e la procedura per determinare gli investimenti green nel prospetto informativo o nella documentazione di supporto. Non è sufficiente il parere di una seconda parte se manca questa indicazione.

Sempre nel prospetto è necessario specificare in quale modo verranno impiegati i fondi raccolti, se ad esempio saranno impiegati direttamente dall'emittente, oppure sarà creata una società separata. La verifica da parte di una terza parte (come una società di certificazione dei bilanci) costituisce titolo preferenziale per l'eleggibilità.

Dopo un anno dall'emissione del green bond, la società deve impegnarsi a produrre un resoconto che indichi la lista dei progetti intrapresi con l'ammontare speso per ogni progetto; le categorie degli investimenti effettuati con i capitali destinati per ognuna di esse; un'analisi qualitativa e quantitativa dell'impatto ambientale del pool di progetti (che includa ad esempio la riduzione delle emissioni di gas serra, l'ammontare di risorse idriche risparmiate, l'efficientamento energetico per unità di output, etc.). Nel momento in cui si scrive manca ancora uno standard riconosciuto per la reportistica *ex-post* dei green bond e per questo MSCI ESG Research garantisce flessibilità agli emittenti, purché vengano rispettati questi criteri:

1. Reporting annuale. A partire dalla data di emissione, deve essere emesso un resoconto almeno ogni dodici mesi per tutta la vita dello strumento finanziario o fino a quando i fondi raccolti non siano stati tutti completamente spesi. Dal momento che è stato pubblicato il resoconto, il

---

<sup>63</sup> Esempi di indicazione chiara sono ad esempio: "installazione di turbine eoliche di X potenza", "produzione di X pannelli fotovoltaici". Esempi di indicazione che non permette l'eleggibilità sono "iniziative verdi", "progetti sostenibili" senza ulteriori chiarimenti.

periodo di dodici mesi ricomincia a decorrere. Se nel resoconto dovesse emergere un uso dei fondi estraneo ai criteri di eleggibilità, il titolo verrà rimosso dall'indice nella prima finestra di ribilanciamento.

2. MSCI ESG Research consente agli emittenti un periodo ulteriore di tre mesi oltre la scadenza dei dodici mesi. Questo tempo permette alla società di mettersi in contatto con l'emittente in ritardo per scoprirne le cause ed è necessario visto che i rendiconti non devono passare attraverso i canali classici di comunicazione.
3. Periodo di grazia. Trascorsi quindici mesi, se l'emittente non ha ancora pubblicato il resoconto, sarà considerato "in osservazione" nella successiva nota tecnica pubblicata da MSCI ESG Research, che conterrà altresì tutte le specifiche del processo di rimozione del titolo dall'indice. Trascorsi diciotto mesi complessivi, il titolo verrà rimosso dall'indice nella prima finestra di ribilanciamento.

Una volta che il titolo è stato chiaramente indicato come green da MSCI ESG Research, vengono introdotti ulteriori requisiti di eleggibilità di natura finanziaria volti a rendere l'indice maggiormente rappresentativo del mercato dal punto di vista dell'investitore. Viene attuata una diversificazione dal punto di vista della natura dell'emittente, che può essere un'entità statale, sovranazionale o privata; vengono distinti i titoli cartolarizzati e la differente *seniority*; sono indicate le valute in cui si prestano i fondi e in cui si riceveranno capitali e interessi. Infine, si analizza la *maturity* dei titoli e la tipologia di interessi che verranno pagati (se a tasso fisso o variabile).

Per ogni indice pubblicato, Bloomberg determina due panieri di titoli, l'attuale e il prospettico. La composizione del primo paniere viene ribilanciata ogni fine mese e rappresenta l'insieme fisso dei titoli da cui viene calcolato il rendimento dell'indice per il mese seguente. Il secondo paniere invece è una proiezione di quei titoli, magari già presenti nel primo, che cambia ogni giorno sulla base delle varie problematiche, ESG e no, che investono ogni titolo, come ad esempio un cambiamento di rating, una riclassificazione del settore, un incidente. Il giorno del ribilanciamento del titolo, il paniere prospettico diventa l'attuale per il mese seguente, e gli eventuali flussi di cassa che derivano dal paniere attuale vengono reinvestiti nel nuovo paniere.

#### 4.5 La discordanza dei rating e le sue implicazioni sulle performance di portafoglio

Il numero di fondi gestiti che impiegano metodologie ESG è cresciuto considerevolmente nel corso degli anni e, data la mancanza di una metodologia globalmente accettata nonché di una serie di requisiti tecnici minimi, è importante valutare le implicazioni di tali discrepanze sugli indici. Infatti,

da una parte gli investitori incontrano notevoli difficoltà nel selezionare fondi ESG in cui investire, e dall'altra parte le imprese fanno fatica ad adottare quelle caratteristiche e quei comportamenti che dovrebbero avere per poter essere incluse negli indici ESG.

A questo proposito *Billio et al. (2020)* hanno condotto uno studio sui dati forniti da quattro agenzie di rating, concentrandosi sui titoli dei paesi più sviluppati. L'analisi condotta ha rivelato che vi è un disaccordo tra rating e allocazione geografica, ma che l'impatto di questo fenomeno sui rendimenti degli indici è marginale. Successivamente, gli autori hanno indagato la possibilità che l'inclusione di un titolo in un indice ESG da parte di differenti agenzie di rating possa generare extra rendimenti. I risultati hanno mostrato che essere o meno considerati da un'agenzia di rating non ha effetto sulle performance finanziarie, confermando l'ipotesi (già formulata da *Merton, 1987*) che il disaccordo tra le agenzie di rating diluisca le preferenze dell'investitore in ambito ESG.

Dato per certo che i rating sono differenti, è comunque possibile immaginare che essi siano convergenti dinamicamente. Perché ciò accada, *Chatterji et al. (2016)* hanno ipotizzato che i rating dovessero come minimo soddisfare un impianto teorico comune ed essere commensurabili. Con riferimento al primo requisito, l'analisi degli autori non ha trovato basi teoriche comuni nelle sei agenzie di rating esaminate, ma comunque esprimono un giudizio positivo in quanto le fonti di divergenza nella teoria, se comprese, possono essere ricondotte alla responsabilità di ognuna delle agenzie. Un giudizio ben più negativo emerge dagli autori per quanto riguarda la commensurabilità, in quanto permangono notevoli differenze tra ogni rating soprattutto con riferimento a ciò che si sta tentando di misurare. Le implicazioni di tali differenze vanno a indebolire la validità dei rating ESG come strumento guida non solo per gli investitori, ma anche per i manager e gli studiosi del campo, poiché se i rating non sono validi allora questi soggetti non conoscono quali siano le imprese che veramente rispettano determinati standard ESG.

In conclusione, ancora sulla potenziale confusione degli investitori dovuta ai differenti rating e al loro cambiamento meritano di essere citati *Rzeznik et al. (2021)* i quali, utilizzando un cambio di metodologia di rating accaduto nell'ottobre 2019 (*v. supra paragrafo 3.3*) hanno rilevato una serie di extra rendimenti anomali nelle società il cui rating ESG era cambiato. In particolare, il prezzo delle azioni delle società il cui rating era diminuito era sceso, mentre era salito nel caso in cui vi era stato un aumento del rating. Poiché il fenomeno era accaduto in tempi molto ristretti, gli autori hanno dedotto che la crescita del rating fosse una informazione positiva, nonostante la società non fosse cambiata. A loro avviso, il fenomeno può essere compreso ripartendo la base degli investitori in quattro categorie, a seconda del grado di sofisticazione finanziaria e di capacità di processare le informazioni: in questo modo è stato possibile dedurre che l'investitore individuale (meno informato

e più incline ad investire sulla base di preferenze non strettamente monetarie) associ la crescita del rating ESG ad un miglioramento della società.

## Capitolo 5 - Indici ESG e variabili d'impresa

### Introduzione

La competizione elevata dell'era contemporanea ha spinto le imprese a utilizzare i termini relativi all'ambito della responsabilità sociale come parametro sia per distinguersi, sia per sostenere la crescita. Le società che si distinguono nei fattori ESG vengono ritenute dal mercato come consapevoli delle tematiche ambientali e sociali che caratterizzano l'odierno dibattito nella società quando selezionano le iniziative imprenditoriali da perseguire e pertanto meritano (o dovrebbero meritare) il sostegno degli investitori e dei governi<sup>64</sup>.

La connotazione ESG si è rapidamente evoluta negli anni e ha attratto l'attenzione di diverse entità, con la conseguenza di influenzare gli indicatori di performance delle imprese (*Kahn, 2019*). In particolare, lo sviluppo degli ESG viene fatto risalire agli studi sui benefici, ma soprattutto sui danni, che le imprese hanno arrecato al benessere sociale. L'interesse per il fenomeno soltanto di recente ha attirato l'attenzione degli investitori e dei manager, mentre l'indagine accademica abbraccia tutto il XX secolo (*Gillan et al., 2021*) per spingersi fino ai tempi odierni.

Specialmente dopo la pandemia di COVID-19 le responsabilità nell'ambito ESG sono ritenute imprescindibili per i decisori ad ogni livello, che devono tenere conto non solo degli indicatori di performance tradizionali, ma anche delle tematiche relative alla biodiversità e soprattutto al cambiamento climatico<sup>65</sup>.

In particolare, questo capitolo è focalizzato sui contributi alla letteratura della finanza d'impresa in ambito ESG. È da premettere che la letteratura scientifica in materia distingue due filoni principali. A partire dagli studi di *Heinkel et al. (2001)* il primo filone si è occupato degli effetti dell'esclusione di alcune imprese (tramite boicottaggi, disinvestimenti o sub investimento) ritenute "sporche". Se questa minaccia di esclusione influisca sulle decisioni di produzione dipende dai costi imposti alle imprese da questa carenza di capitali. Da questo problema la maggioranza degli autori è arrivata a concludere che l'aumento del rischio è causa di un aumento del costo del capitale. Alcuni però sostengono che questi capitali possono essere sostituiti se altri investitori, più propensi al rischio, possono iniettare i capitali mancanti.

Il secondo filone d'indagine invece studia gli effetti dell'attivismo di alcuni investitori, che davvero sono interessati ai costi sociali, andando quindi ad indagare sull'economia degli agenti motivati. Più

---

<sup>64</sup> In quanto si impegnano a seguire gli obblighi e le pratiche sia legali che etiche per ottenere nel lungo periodo vantaggi competitivi e crescita sostenibile (*Clarkson, 1995*).

<sup>65</sup> <https://www.jpmorgan.com/insights/research/covid-19-esg-investing> (consultato il 12/01/2023)

che il disinvestimento nelle società sporche, questi soggetti preferiscono sussidiare le imprese pulite, fornendo loro maggiori capitali ad un costo inferiore.

Per cogliere entrambe queste problematiche, il capitolo è diviso in paragrafi sulla base di quelli che sono in dettaglio i singoli aspetti della finanza aziendale che hanno un impatto sui fattori ESG, seguendo la ripartizione di *Gillan et al. (2021)*. Nel **paragrafo 5.1** sono esposte le analisi relative all'impatto degli aspetti normativi e culturali sui fattori ESG, con particolare riferimento al tentativo dei governi e dei privati di rispondere ai problemi delle esternalità. Nel **paragrafo 5.2** saranno delineati gli studi sui legami tra fattori ESG e compensi dei manager, allo scopo di comprendere se fra essi vi sia un nesso causale e in che direzione operi. Il **paragrafo 5.3** è focalizzato invece sull'influenza che le varie macrostrutture proprietarie hanno sull'intensità dei fattori ESG. Nel **paragrafo 5.4** sarà invece approfondita la relazione tra fattori ESG e costo del capitale per le imprese che ne fanno uso, discernendo tra il costo del debito e quello dell'equity. Infine, nel **paragrafo 5.5** si illustreranno i contributi relativi al legame tra i fattori ESG e la creazione di valore nelle imprese, al fine di comprendere se proprio questi fattori siano una fonte sostenibile di vantaggio competitivo.

## 5.1 ESG e caratteristiche del paese in cui l'impresa opera.

La visione classica della finanza sulle imprese moderne pone come assioma la massimizzazione del valore per gli azionisti, ossia che le società devono essere responsabili sono della massimizzazione dei risultati per gli azionisti, e, con l'eccezione delle obbligazioni contrattuali, non hanno alcun obbligo nei confronti degli altri stakeholder o della società nel suo complesso (*Friedman, 1970; Bénabou e Tirole, 2010*).

La domanda della società e dei legislatori di maggiore responsabilità sociale come una risposta ai fallimenti di mercato è diventata, nonostante l'opinione di Friedman (autorevole ai tempi in cui scrisse, ma superata dagli eventi economici e dai cambiamenti climatici), sempre più pressante. Una varietà di fattori contribuisce senz'altro al fenomeno. La responsabilità sociale sta diventando un bene normale, le informazioni sul comportamento delle imprese è diventata sempre più accessibile e rapida nel propagarsi, l'ampiezza delle esternalità negative causate dalle multinazionali (almeno quelle occidentali) nei paesi meno sviluppati è cresciuta di pari passo con la globalizzazione, i cittadini stanno cominciando a comprendere i costi sociali del lungo periodo del cambiamento climatico.

Nella realtà del business, le imprese spesso perseguono obiettivi ulteriori rispetto alla massimizzazione del profitto e partecipano in attività che migliorano il benessere degli altri stakeholder<sup>66</sup>. Infatti, la CSR nonché la sua evoluzione ESG, sono tra le attività principali dell'impresa (*Kitzmueller e Shimshack, 2012*). La domanda accademica emergente è pertanto perché alcune imprese vogliono essere socialmente responsabili piuttosto che essere dei puri istituti di massimizzazione di profitto? E ancora, perché le imprese in alcuni paesi attuano queste strategie in maniera più consistente rispetto alle analoghe imprese di altri paesi?

La spiegazione più diffusa sul perché le società siano attive nel CSR e nell'ESG è che con questo comportamento migliorano la redditività e il valore dell'impresa, una relazione spesso definita come "*fare bene facendo del bene*" (v. *Dowell et al., 2000; Dimson, Karakas, e Li, 2015*). Altri studi vedono il problema dal punto di vista opposto, ossia che "*fare bene facendo del bene*" sia appannaggio solo di quelle imprese che possono permettersi di investire in ESG (v. *Hong et al., 2012*). Entrambi questi approcci non spiegano del tutto se l'investimento in ESG dipenda dal tipo di impresa o dal paese in cui date imprese operano.

Sicuramente i cittadini e le imprese hanno acquisito maggiore consapevolezza e vogliono (o vorrebbero) sostituirsi ai governi è perché questi ultimi falliscono nei loro sforzi per molteplici

---

<sup>66</sup> Come, ad esempio, fornire incentivi ai dipendenti, investire in processi produttivi rispettosi dell'ambiente, selezionare fornitori che non sfruttino la manodopera minorile o ancora organizzare progetti di sostegno alle popolazioni dei paesi poveri.

ragioni. Essi sono ostaggio di lobby e altri gruppi di interesse che indirizzano le risorse pubbliche non verso la risoluzione delle esternalità negative, bensì per accrescere le loro rendite di posizione. Inoltre, i cittadini non accettano le modalità di produzione previste in certi paesi (basati sullo sfruttamento della manodopera, anche minorile) e quindi ben volentieri boicottano questi beni. Infine, molti Stati sono inefficienti nell'allocare le risorse, soprattutto quando i problemi da risolvere sono numerosi e locali.

Dato che l'approccio ESG si dipana lungo dimensioni multiple del comportamento dell'impresa e cattura gli sforzi della stessa per risolvere o mitigare le diverse esternalità che genera nel processo di massimizzazione del profitto che non sono internalizzate dagli azionisti (*Magill, Quinzii e Rochet, 2015*). La natura multidimensionale e guidata dalle esternalità dell'ESG induce a ritenere che la sua intensità non sia idiosincratICA all'impresa, ma dipenda in maniera significativa dai regolamenti, dai compromessi istituzionali e dalle preferenze della società in cui opera.

A questo proposito *Liang e Renneboog (2017)* hanno utilizzato i rating ESG di oltre 23.000 società di 114 paesi, rilevando che il rating e il paese in cui la società ha la propria sede legale sono fortemente correlate, in quanto le caratteristiche del paese in termini di concentrazione della proprietà, istituzioni politiche e globalizzazione spiegano in maniera più appropriata l'investimento in ESG rispetto alla tautologia "*fare bene facendo del bene*". Gli accordi nella società tra cittadini, imprese e governo variano grandemente a seconda del paese. In particolare, *La Porta et al. (2008)* considerano come variabile rilevante il sistema legale, in quanto esso rappresenta lo stile di controllo sociale che lo stato attua per regolare la vita economica all'interno dei confini.

Dagli studi di *Liang e Renneboog (2017)* emerge che i paesi c.d. di *common law* hanno un rating ESG inferiore rispetto ai paesi di *civil law*, con un picco nel caso dei paesi scandinavi.

La spiegazione risiede nel fatto che le imprese che operano con il *civil law* sono soggette ad una normativa maggiormente stringente (soprattutto nel caso degli scandali e nei disastri naturali) rispetto alle omologhe del *common law*. Tali conclusioni discendono dalla relazione in ogni paese tra le istituzioni nazionali e l'ambiente nel quale le imprese concludono contratti. Nell'ambito dell'ESG il regime legale di ogni paese determina come il settore privato debba fornire beni pubblici: attraverso regolamenti e leggi, a discrezione dell'impresa o con il coinvolgimento diretto del governo nella produzione (*Kitzmueller e Shimshack, 2012*). Il regime legale di un paese modella altresì i contratti espliciti e impliciti tra gli azionisti e gli altri stakeholder attraverso i suoi effetti sulle strutture di governance e sui processi decisionali<sup>67</sup>.

---

<sup>67</sup> Ad esempio, in Germania, le società sono legalmente obbligate a tenere in considerazione gli interessi dei dipendenti attraverso il sistema della codeterminazione (conosciuta in tedesco come *Mitbestimmung*), che richiede che dipendenti e azionisti abbiano un numero uguale di amministratori nel Consiglio di Sorveglianza della società (*Allen et al., 2015*). Inoltre, le leggi di armonizzazione dell'Unione Europea includono disposizioni che permettono alle società di prendere



In un sistema di *common law*, i risultati raggiunti dai privati sono accettate implicitamente, o corrette, dal sistema legale stesso, che pone pochi vincoli ex ante sul comportamento dei manager (ma scoraggia il comportamento inappropriato o inaccettabile attraverso sanzioni ex post quali processi e altri meccanismi giudiziari), e favorisce la protezione dell'azionista.

In un sistema di *civil law* lo Stato interviene nella vita economica attraverso norme e regolamenti (come la designazione ex ante di quale sia il comportamento accettabile) e privilegiando lo stakeholder. Il livello di ESG in un paese è quindi il risultato sia di un compromesso nella governance sui diritti e le preferenze tra gli azionisti e gli altri stakeholder, sia della forma con la quale questo compromesso è stabilito, se dalla discrezione o dalle regole.

Anche *Cai et al. (2016)* analizzando i rating ESG delle società nei vari paesi hanno riscontrato che le differenze tra paesi sono molto più rilevanti rispetto alle differenze all'interno di ogni paese. Decomponendo i dati gli autori hanno rilevato che, *in primis*, le fasi dello sviluppo economico spiegano una parte di tali differenze: nei paesi già sviluppati, come la Finlandia, il rating mediano è molto più alto rispetto a quello dei paesi emergenti, come la Cina. Tuttavia, lo sviluppo economico non è l'unica motivazione, dato che il rating mediano in Germania, Francia e Regno Unito è significativamente maggiore rispetto agli USA, a Hong Kong e all'Irlanda. Nei paesi emergenti il rating è più variabile che in quelli sviluppati passando da valori elevati in Brasile e Sud Africa a valori più bassi in Israele, Messico e Turchia.

Le istituzioni e la cultura giocano ruoli importanti nello spiegare le differenze dei rating tra paesi<sup>68</sup>. In particolare, essi sono alti nei paesi dove la legge incoraggia la competizione, dove sono tutelate le libertà civili e politiche, e dove la cultura è orientata verso l'armonia e l'autonomia.

Queste affermazioni, per *Liang e Renneboog (2017)* sono supportate anche dai dati sperimentali delle catastrofi naturali e dei disastri causati dall'uomo. A parità di evento calamitoso, infatti, la risposta della società e dello stato varia a seconda del tipo di paese, e non certo della quota di mercato o di altre variabili finanziarie.

---

in considerazione i diritti dei creditori, dei clienti, degli investitori potenziali e dei dipendenti. Il diritto commerciale del Giappone stabilisce come principio che le società giapponesi esistano all'interno di un insieme connesso e correlato di stakeholder, che includono i fornitori, i clienti, i creditori bancari e le società concorrenti amiche (*Donaldson e Preston, 1995*).

<sup>68</sup> Un esempio di norma sociale e di pressione sulle istituzioni è rappresentato dallo stigma che la società americana pone sulle imprese associate all'alcool, al tabacco e a gioco d'azzardo, e dal disdegno nei confronti delle società associate alle armi, ai sistemi di difesa e alle operazioni nucleari. Queste norme sociali si riflettono sulla selezione negativa che i fondi di investimento americani applicano a queste società quando li escludono dai propri portafogli (*Hong e Kacperczyk, 2009*).

## 5.2 Composizione del consiglio di amministrazione e compensi dei manager

Con l'aumento dell'interesse nei confronti dei principi della responsabilità sociale d'impresa, sono stati promossi diversi indici che misurano l'andamento dei fattori ESG all'interno di ogni impresa. Com'era naturale prevedere, la proporzione di imprese multinazionali che indicano che i compensi dei loro manager sono collegati alle performance ESG è aumentata nel tempo (*Cohen et al., 2022*), passando dal 3% del 2010 al 30% del 2021. La pratica di includere le metriche ESG negli schemi di compensazione degli amministratori pone due generi di domande: quali società prendono questa decisione e quali sono le conseguenze in termini di performance in caso affermativo?

Dal punto di vista della teoria d'agenzia, ci si dovrebbe attendere un elevato grado di affidabilità dalle metriche ESG cui sono collegati i compensi degli amministratori, nell'ipotesi che essi agiscano nell'interesse degli azionisti nel mantenere alti i medesimi fattori (*Bonham e Criggs-Gragun, 2022*)<sup>69</sup>. La giustificazione teoria del compenso legato agli ESG sarebbe quindi che, come nella tradizionale teoria d'agenzia (*Ittner, Larcker e Rajan, 2007, Sliwka, 2002; Dutta e Reichstein, 2003*), collegare gli stipendi ai dati quantitativi incentiva i manager a adempiere ai contratti.

Inoltre, una caratteristica distintiva di molte metriche ESG è che alcune categorie di investitori le preferiscono per motivazioni non economiche. Questo fenomeno, se interpretato alla luce della teoria sui fallimenti di mercato, porta a concludere che alcune delle attività delle società generano esternalità negative i cui costi non sono completamente internalizzati dall'impresa (basti pensare all'emissione di gas serra o di altri agenti inquinanti). Grazie all'inclusione delle metriche ESG specifiche per le esternalità negli schemi di compensazione, gli azionisti possono chiaramente dimostrare agli altri investitori e agli stakeholder in generale che l'attenzione del management è rivolta alla risoluzione di questi problemi. Oltre a migliorare quindi l'immagine dell'impresa in generale, l'impegno nel miglioramento dei fattori ESG contribuisce a rafforzare la fedeltà della clientela e rende i titoli emessi dalla società più interessanti per determinati gruppi di investitori.

La letteratura sull'argomento si è subito interessata ad un'altra esternalità, il c.d. *window-dressing*<sup>70</sup>, che nel caso dei fattori ESG viene spesso chiamato *greenwashing*<sup>71</sup>. Nell'ambito degli schemi di compensazione, questo fenomeno negativo è frequente negli azionisti di controllo che sono scettici

---

<sup>69</sup> Un esempio di questa affermazione è dato dal comportamento della società di investimenti Black Rock, che ha insieme di clausole ESG molto articolato, in quanto ritiene che il rischio finanziario derivante dal cambiamento climatico sia estremamente significativo.

<sup>70</sup> Una strategia utilizzata dai fondi di investimento e dai gestori di portafoglio per migliorare l'apparenza delle performance di un fondo prima di presentarlo ai clienti e agli azionisti. Ad esempio, il gestore vende le azioni con grandi perdite e acquista titoli più volatili verso la fine del trimestre o dell'anno. Un altro esempio è quello di alcune società che cercano di migliorare i propri bilanci, posticipando i pagamenti o cercando metodi per conteggiare i ricavi in anticipo.

<sup>71</sup> In relazione al collegamento tra window dressing e greenwashing si vedano ad esempio *Delmas e Burbano (2011)* e *Marquis et al. (2016)*.

riguardo ai benefici finanziari che dovrebbero emergere da più alti punteggi nelle metriche ESG, oltre a quelli già citati in precedenza. Idealmente, essi preferirebbero che le loro società fossero percepite come eticamente responsabili, senza tuttavia agire effettivamente. Il fenomeno è aggravato dal fatto che esso è difficile da scoprire nel contesto dei pagamenti, in quanto la misura delle metriche ESG a livello di singola impresa è spesso soggettivo. Inoltre, i controllori esterni come le agenzie di rating non hanno spesso accesso ai pesi relativi dati ai diversi indicatori di performance o alla più generale funzione di pagamento.

*Cohen et al. (2022)* hanno condotto diversi test empirici sul database ISS Executive Compensation Analytics<sup>72</sup>, giungendo alla conclusione che spinta alla compensazione sulla base degli ESG dipende da diversi fattori esterni. A livello macroeconomico, l'inclusione delle metriche ESG nei contratti è maggiormente diffusa in quei paesi che sono generalmente percepiti come sensibili alle tematiche ESG, alcuni fino al punto che hanno reso questa regola una norma di legge. Come era lecito attendersi, le imprese che operano in settori ad elevato impatto ambientale tendono a legare i compensi dei manager alle performance ESG; infatti, è statisticamente significativa la pratica di associare compensi ESG alle imprese che hanno pubblicamente dichiarato il proprio impegno a favore dell'ambiente.

Con particolare riferimento agli investitori istituzionali, spesso visti come leader nella transizione ecologica, gli autori hanno rilevato che essi tendono ad investire maggiormente nelle società che hanno implementato un sistema di compensazione legato agli ESG, e di conseguenza la quota del loro portafoglio investista in questi titoli tende a crescere nel tempo. Questo fenomeno è senza dubbio legato alla necessità per le società di ricevere un elevato rating ESG da parte delle agenzie, e la correlazione è massima quando si prende in considerazione il parametro maggiormente utilizzato e conosciuto per misurare l'impatto ambientale, ossia le emissioni di CO2 (per via del fatto che, soprattutto nell'Unione Europea, i compensi variabili sono legati non tanto ad un insieme di parametri, ma solo alle emissioni).

L'effetto dei compensi legato agli ESG sul valore per gli azionisti è più ambiguo. Gli autori non hanno riscontrato nessuna correlazione con i risultati finanziari, come ad esempio il ROA, ed addirittura una diminuzione dei prezzi delle azioni dopo la scelta di adottare questo sistema di compensi. Questo risultato s'innesta positivamente nella teoria economica, in quanto gli investitori sono disposti ad accettare un rendimento leggermente inferiore a fronte di un incremento dei fattori ESG.

Nel complesso i risultati confermano ciò che una crescente letteratura al riguardo (*v. Dimson et al., 2015 e Azar et al., 2020*) ha riscontrato, ossia che sono gli investitori istituzionali che spingono le imprese ad accrescere il loro impegno nei confronti dei fattori ESG.

---

<sup>72</sup> Il quale copre un campione di 4.395 società quotate di 21 paesi tra il 2011 e il 2020.

### 5.3 Le caratteristiche della struttura proprietaria

Numerosi studi hanno esaminato i collegamenti tra i tipi di struttura proprietaria e le scelte dell'impresa in ambito ESG. *Gillan et al. (2021)* tra gli altri hanno contribuito all'analisi della questione soffermandosi in particolare sulla considerazione che le attività ESG siano negli interessi degli azionisti oppure il risultato dei problemi di agenzia. Il problema è particolarmente complesso: ci si chiede se la governance esterna influenzi la struttura proprietaria e quindi gli interventi ESG sono dipendenti da questa, oppure se gli azionisti abbiano scelto una definita struttura e quindi sia quest'ultima la variabile dipendente influenzata dalla performance ESG (che quindi assume il ruolo di variabile indipendente). Per dipanare la questione è opportuno studiare le effettive strutture che si riscontrano sul mercato e da lì successivamente dedurre i fondamenti teorici.

Secondo la teoria d'agenzia, le imprese controllate da famiglie dovrebbero avere meno conflitti azionisti-manager rispetto alle società controllate da investitori istituzionali, poiché una grande quota societaria da parte di pochi soggetti implica un controllo serrato dei manager. Tuttavia, gli azionisti di minoranza rischiano di essere espropriati da quelli di maggioranza, che perseguono interessi privati, come ad esempio spostare le risorse per i fattori ESG verso altri utilizzi. Solo la reputazione della famiglia impedisce o rallenta questo spostamento (*Dyer e Whetten, 2006; Zellweger et al., 2011*).

Gli investitori istituzionali sono di gran lunga i maggiori proprietari di azioni negli USA. Con riferimento alle associazioni basate sulle preferenze degli azionisti, *Borghesi et al. (2014)* hanno riscontrato che questo genere di proprietà è negativamente correlata con il rating ESG, e *Gillan et al. (2021)* hanno dimostrato che, all'interno del loro campione di riferimento, al crescere del rating ESG, la proprietà istituzionale è diminuita. Altri autori, approfondendo i singoli fattori ESG, hanno riscontrato evidenze più ambigue. *Nofsinger et al. (2019)* hanno concluso che la proprietà istituzionale sia più bassa per le imprese con un basso rating ambientale, mentre *Fernando et al. (2017)* hanno notato come sia i punteggi molto alti che quelli molto bassi di rating ambientale hanno la minore quota di proprietà istituzionale.

A seconda poi del tipo di investitore istituzionale i risultati cambiano. *Hong e Kacperczyk (2009)* hanno mostrato che quegli investitori vincolati dal legislatore, come i fondi pensione, hanno una preferenza molto bassa per le azioni con basso rating ESG, che quindi vengono detenute da investitori istituzionali con maggiore propensione al rischio, come i fondi comuni d'investimento e gli hedge fund.

In considerazione delle problematiche d'agenzia che si possono riscontrare nelle scelte ESG e come queste scelte possano beneficiare gli azionisti, *Abeysekera e Fernando (2020)* hanno ipotizzato che le imprese familiari e non familiari abbiano approcci differenti alla tematica ESG. In particolare, gli autori si attendevano che il management di un'impresa familiare avrebbe adattato le proprie scelte ESG alla massimizzazione della ricchezza per gli azionisti, ma ciò sarebbe accaduto solo nel caso in cui non vi fossero stati azionisti di minoranza che avrebbero corso il rischio di essere espropriati della loro ricchezza. Per quanto riguarda le tematiche ambientali, questa ipotesi è stata confermata dall'analisi dei dati delle imprese familiari USA, mentre *Gillan et al. (2021)* hanno riscontrato un risultato analogo per le imprese familiari svedesi. Risultato contrario lo hanno riscontrato *El Ghoul et al. (2016)* nell'esaminare un campione di imprese familiari quotate dell'Asia dell'est, e in cui hanno riscontrato performance ESG inferiori rispetto alle imprese non quotate. Questo risultato trova riscontro nella teoria economica in quanto gli azionisti di minoranza pongono in essere tutte le azioni possibili al fine di limitare l'espropriazione di ricchezza che si avrebbe in caso di eccesso di azioni ESG.

Per quanto riguarda le imprese a controllo pubblico, alcuni autori sostengono che le questioni sociali o ambientali devono essere gestite dai governi piuttosto che dalle imprese poiché i primi hanno mezzi e abilità superiori per risolverle. In particolare, le imprese controllate dallo Stato sono meglio posizionate per agire contro i fallimenti del mercato e le esternalità (*v. Hsu et al., 2008; Hart e Zingales, 2017*). D'altro canto, i governi e le imprese da essi controllati potrebbero avere altri incentivi preferibili ai benefici di un investimento ESG. L'evidenza empirica tende a favorire la prima ipotesi, ma non in maniera uniforme. *Hsu et al. (2018)* hanno considerato un campione di imprese in 45 paesi che includono società quotate ma con la quota maggioritaria in mano al governo, ed hanno mostrato che queste imprese in media sono maggiormente coinvolte nel risolvere le problematiche ambientali e sociali rispetto alle altre imprese, con un picco per le società del settore energetico e per le società nei mercati emergenti. A confermare queste conclusioni, *Boubakri et al. (2019)* hanno analizzato un campione di società che sono passate dal controllo pubblico a quello privato e hanno constatato che in media, prima della privatizzazione avevano rating ESG maggiori per ogni fattore rispetto alla situazione posteriore alla privatizzazione, rispetto alle altre società quotate. Questo comportamento, a dire degli autori, è dovuto sia dal controllo pubblico che dalla situazione politica del paese. Infatti, *McGuinness et al. (2017)* hanno dimostrato che nel caso della Cina, la relazione tra proprietà pubblica e profilo ESG non è lineare, risultando bassa quando il controllo è nelle mani di un'autorità locale, più alto quando la proprietà è dello stato centrale.

## 5.4 Il rischio di impresa e i fattori ESG

La letteratura vive un profondo dibattito sul fatto che i fattori ESG possano influenzare i rischi affrontanti dall'impresa e quindi riflettersi sul costo del capitale. Con riferimento al rischio, molti autori affermano che attraverso diversi canali, i fattori ESG influiscono sulle diverse tipologie di rischio d'impresa, come il rischio sistematico, quelli regolamentari, tecnologici, reputazionali e fisici (*Starks, 2009*). *Bénabou e Tirole (2010)* osservano che le imprese con elevato standing ESG hanno differenti esposizioni al rischio grazie alla maggiore resilienza nei periodi di crisi. A conferma di ciò è possibile citare *Lins et al. (2017)* i quali hanno rilevato come le imprese ad elevato rating ESG abbiano avuto performance relativamente migliori durante la recessione del 2008-09. Da un punto di vista più aziendalistico, *Albuquerque et al. (2019)* fondano tale maggiore resilienza su una maggiore strategia di differenziazione di prodotto da parte di queste imprese, che permette loro di fronteggiare domande meno elastiche al prezzo, e quindi di poter alzare quest'ultimo in caso di necessità, abbassando il grado di rischio sistematico. Anche la maggiore base di investitori e il minore rischio di lite<sup>73</sup> migliorano la resilienza in ambito finanziario, come hanno rilevato *El Ghoul et al. (2011)* e *Hong e Kacperczyk (2009)*.

Chiaramente, meno un'impresa è indebitata, di più potrà spendere per migliorare la sua immagine sociale. Scendendo in maggiore dettaglio, per ciò che riguarda il mercato dei capitali di debito, *Jiraporn et al. (2014)* sostengono che le imprese con rating ESG maggiore hanno anche un merito creditizio più alto con le banche, per via della migliore reputazione a livello locale e delle maggiori interazioni sociali. *Stellner et al. (2015)* collegano il maggiore credito anche al paese nel quale queste imprese operano: infatti le imprese ad elevato rating ESG accedono al credito in maniera più ampia in quei paesi che a loro volta hanno un rating ESG maggiore.

Per quanto riguarda il rischio di insolvenza, esso scende al crescere del rating ESG. La spiegazione per *Jagannathan et al. (2018)* si trova nel fatto che i rischi ESG, se non adeguatamente gestiti, possono portare alla crisi un'impresa. In particolare, si rileva una correlazione positiva tra le emissioni di carbonio (indicatori della poca attenzione alle tematiche ESG) e al rischio di caduta del valore delle azioni (*Ilhan et al., 2019*).

Il tema dell'influenza dei fattori ESG sul costo del capitale è stato oggetto di analisi recentemente, allo scopo di stabilire un modello teorico che potesse spiegarlo. I risultati di questi sforzi generalmente attribuiscono un maggiore costo dell'implementazione dei fattori ESG al costo del

---

<sup>73</sup> *Hong e Liskovich (2015)* hanno dimostrato che le imprese con alto rating ESG fanno accordi molto meno onerosi con i procuratori e ricevono valutazioni di mercato più elevate. Inoltre, anche i fornitori di tali imprese fronteggiano una probabilità inferiore di affrontare cause per motivi ambientali o sociali.

capitale sulla base delle preferenze degli investitori. Infatti, se si divide l'universo delle imprese in due categorie, chiamando "green" le imprese che implementano gli ESG e "brown" quelle che non lo fanno, emerge come al crescere del numero di investitori che preferiscono le imprese green, permetterà a queste ultime di avere un costo del capitale inferiore rispetto alle imprese brown. I primi autori ad utilizzare questo approccio sono stati *Heinkel et al. (2001)*, i quali cercavano le implicazioni degli investimenti etici sul costo del capitale. Essi hanno concentrato i loro sforzi dapprima sulle imprese più inquinanti, le quali si trovavano a pagare tassi sempre maggiori per il capitale che volevano acquisire per via del numero sempre inferiore di investitori disposti a concederlo<sup>74</sup>. *Pastor et al. (2020)* invece hanno preso una strada diversa, ipotizzando che nella funzione di utilità degli investitori sia esplicitata la preferenza per gli investimenti green o brown. Grazie ad un modello di equilibrio generale essi hanno riscontrato come le imprese green abbiano effettivamente un costo del capitale inferiore. Gli studi ulteriori di *Pedersen et al. (2021)* ipotizzavano invece tre categorie di investitori, ovvero green, brown e indifferenti, che avevano esplicitate tali preferenze nella funzione di utilità, sono pervenuti al risultato particolare che le imprese green hanno un costo del capitale inferiore a seconda della ricchezza degli investitori indifferenti. Questa evidenza è stata a sua volta approfondita da *Baker et al. (2022)* che hanno mostrato come le imprese green possono avere accesso ai capitali a costi inferiore a condizione che gli investitori siano incentivati ad investire green in coordinazione dati alcuni incentivi, oppure che vi sia un disincentivo per gli investimenti nelle imprese brown. Tali incentivi/disincentivi, come rilevato dal *Chava (2014)*, *Ng e Rezaee (2015)* e *Breuer et al. (2018)* non riguardano tanto le performance sociali (sui quali le leggi possono fare poco, almeno nei paesi occidentali), ma piuttosto le performance ambientali e di governance (per le quali la protezione dell'investitore dipende dal paese in cui l'impresa è collocata). In ogni caso, sebbene il costo del capitale sia inferiore per le imprese green, l'impatto dei fattori ESG risulta chiaro sul costo dell'equity per le imprese quotate (dove viene richiesta maggiore trasparenza) mentre per il costo del debito non si ha un consenso unanime, in quanto il prestito bancario soggiace più a considerazioni di carattere economico, come evidenziano tra gli altri *Goss e Roberts (2011)*, *Zerbib (2019)* e *Flammer (2021)*.

---

<sup>74</sup> Ipotizzando che quindi nella funzione di utilità degli investitori fosse implicita una preferenza per rendimento non monetario, tale fenomeno spinse queste imprese a diventare sempre più responsabili socialmente. Questo risultato è conforme alla teoria, in quanto gli autori stimarono, quando scrissero l'articolo, che sarebbero serviti almeno il 20% degli investitori green per innescare il cambiamento. Oggi questa percentuale è molto maggiore.

## 5.5 Valore e performance nelle imprese

Tra le questioni più dibattute in letteratura vi è senza dubbio il fatto che i fattori ESG contribuiscano o meno a migliorare le performance della società e ne accrescano il valore, oppure se accada il fenomeno opposto, ossia se le migliori performance permettano alla società di avere rating ESG maggiori.

*In primis*, è da premettere che l'effetto causale dei fattori ESG può essere sia positivo che negativo. Favorevoli al primo caso sono gli studi dei già citati *Bénabou e Tirole (2010)* e *Albuquerque et al. (2019)*, oltre a *Baron (2007, 2008)* e *Fatemi et al. (2015)*. I meccanismi attraverso cui avviene la crescita di valori proposti dagli autori variano, ma sostanzialmente si basano:

1. sulla creazione di valore per gli azionisti, attraverso o con un aumento dei flussi di cassa dovuti alla maggiore reputazione acquisita dalla società sia verso i clienti che nei confronti dei lavoratori, oppure attraverso una diminuzione del tasso di sconto di tali flussi dovuto ad un costo del capitale inferiore.
2. Sulla massimizzazione dell'utilità degli azionisti, che ritengono sia maggiormente opportuno investire in determinate imprese maggiormente responsabili nei confronti della società. Tuttavia, vi è la possibilità che i manager massimizzino la *propria* utilità, ed in questo caso le migliori performance conducono a rating ESG più alti per via della spesa eccessiva dei manager.

Entrambi questi fenomeni sono indicatori di una crescita di valore, situazione che trova riscontro nei dati empirici, i quali rilevano come le migliori performance in termini di ESG siano delle grandi imprese dei paesi sviluppati con molte risorse. *Hong et al. (2012)* hanno concluso in proposito che l'effetto di auto selezione delle imprese è prevalente sull'effetto diretto dei fattori ESG.

Più recentemente, *Baker et al. (2022)*, nell'analizzare l'impatto che i fattori ESG hanno sulle preferenze degli azionisti, hanno riscontrato come gli investitori sono disposti a pagare lo 0,2% annuo in media per un fondo con un mandato ESG rispetto ad uno simile ma senza questo vincolo. Gli autori hanno notato altresì che questo premio per l'ESG è cresciuto, sulla base del loro modello econometrico, dai 9 punti base del 2019 fino a 28 punti base nel 2022. Inoltre, dall'analisi dell'eterogeneità dei portafogli ESG, è emerso come gli investitori sappiano discernere le società effettivamente meritevoli, sulla base dei rating ESG. Tuttavia, permangono ancora delle perplessità su quale sia la fonte di questo *markup*, ossia se gli investitori valutino gli investimenti ESG effettivamente più remunerativi, oppure se associno questi a dei benefici non monetari.



Proseguendo su questa strada, benché sia innegabile che ad un elevato rating ESG sia associato un maggior valore, altri autori hanno indagato la possibilità che questa crescita sia dovuta ad un problema di agenzia oppure ad una maggiore rischiosità. *Di Giuli e Kostovetsky (2014)* sostengono che il maggiore beneficio ottenuto dagli stakeholder sia andato a discapito del valore d'impresa e che quando le imprese espandono le loro politiche ESG, il risultato conseguente è una sottoperformance dei titoli ed un deterioramento del ROA nel lungo periodo. Anche *Buchanan et al. (2018)* concludono che durante la grande recessione del 2008-09 i conflitti di agenzia sono diventati più acuti e il conseguente costo degli investimenti sovradimensionati in ESG abbiano comportato una diminuzione nel valore d'impresa. *Masulis e Reza (2015)* sono giunti alla conclusione che il mercato azionario reagisca negativamente agli annunci di iniziative filantropiche da parte delle imprese, suggerendo che tali interventi non siano valutati dagli investitori. Infine, *Servaes e Tamayo (2013)* hanno rilevato come il valore positivo degli interventi ESG risulti in media solo per quelle imprese che pubblicizzano in maniera adeguata tali interventi. Sia la teoria che le evidenze empiriche hanno in sostanza dimostrato come i consumatori abbiano maggiore importanza rispetto agli investitori nel determinare le politiche di responsabilità sociale. Di conseguenza, le imprese che si comportano bene dal punto di vista finanziario è più probabile che possano comportarsi bene dal punto di vista etico.

## Conclusioni

Per buona parte del XX secolo si è pacificamente ritenuto che lo scopo principale di un'impresa fosse quello di massimizzare i profitti dei propri azionisti. Adesso, invece, le responsabilità ambientali, sociali e di governance non sono più viste come un costo inutile, bensì hanno rivelato la loro importanza non solo sulla redditività, ma anche sulla solvibilità di numerose imprese. Una volta accertata questa correlazione, la struttura del capitale è cominciata a variare.

Il presente lavoro di tesi ha permesso di chiarire diversi aspetti del fenomeno ESG a livello globale. Sicuramente, dal lato del consumatore a livello globale è iniziata una maggiore consapevolezza, dovuta sia all'effettivo cambiamento climatico (esacerbato da una serie interminabile e assai frequente di eventi estremi), sia da una serie di crisi economiche che hanno avuto il loro culmine (per il momento) con la Grande Recessione del 2008-09, che ha profondamente influenzato sia il settore pubblico che quello privato.

Dal lato dell'offerta, si è potuto constatare come il settore ESG sia ancora relativamente nuovo, poco regolamentato, e in rapida espansione; pertanto, sia gli investitori che i manager che i policy maker hanno bisogno di una comprensione approfondita dell'impatto che le pratiche ESG corrette possono avere sui settori economici. La nascita quindi delle agenzie di rating ESG e dei relativi indici, già descritti nei capitoli precedenti, non è altro che la naturale evoluzione di questo settore, i cui cambiamenti strutturali influenzeranno tutti gli ambiti economici ed in particolare il settore finanziario.

In particolare, quest'ultimo risente dei maggiori cambiamenti poiché, come si è avuto modo di approfondire nel corso del presente lavoro di tesi, tra i criteri di scelta degli asset manager, i fattori ESG stanno diventando sempre più importanti, e gli indici ESG sono utilizzati come benchmark di riferimento. Le agenzie di rating, quindi, sono lo snodo cruciale per il successo del settore: se riusciranno a crescere in autorevolezza e imparzialità, le società potranno utilizzare il rating ESG come misura delle loro iniziative di responsabilità sociale di imprese, riducendone il costo-opportunità e aumentandone la diffusione.

Se invece permarrà l'attuale stato di deframmentazione, non solo i fattori ESG saranno implementati unicamente sulla base della normativa (che come si è ricordato più volte, è soggetta nei paesi occidentali all'influenza delle lobby di settore, mentre negli altri paesi è sottomessa alla volontà politica dei decisori), con il rischio che le imprese preferiscano adottare comportamenti opportunistici

per ingannare il consumatore o le autorità di vigilanza, piuttosto che intraprendere concretamente le iniziative di responsabilità sociale.

Il primo problema che a mio avviso va risolto è proprio quello di garantire una maggiore uniformità delle metriche utilizzate dalle agenzie di rating nella definizione dei fattori ESG (come le caratteristiche, gli attributi e gli standard). Le odierne discrepanze nei giudizi talvolta spingono le diverse agenzie di rating ad assegnare punteggi opposti alla medesima società, ingenerando confusione tra gli attori economici, e accrescendo il rischio di *moral hazard*, come mostra chiaramente il caso Refinitiv analizzato (*v. supra, paragrafo 3.5.2*).

La confusione al riguardo è particolarmente negativa per le imprese stesse che vorrebbero anche essere giudicate dalle agenzie ma, non conoscendo quale sia l'effettivo standard ESG cui attenersi, attuano i comportamenti, anche opportunistici, che permettono di ottenere un dato rating da una data agenzia.

L'auspicio è che il chiarificarsi delle definizioni operative di ESG, sia a livello di *best practice*, e magari coadiuvate da un intervento legislativo organico a livello sovranazionale, possa uniformare il settore nonché permettere di evidenziare le migliori performance delle società più responsabili rispetto alle altre. Fino a quando non sarà così, solo le società più solide potranno permettersi una finanza davvero sostenibile.

## Bibliografia

Abeysekera A. P. e Fernando C. S. (2018). *Corporate social responsibility versus corporate shareholder responsibility: A family firm perspective*. Journal of Corporate Finance, vol. 61, pp. 1-22.

Abrams R., Han S. e Hossain M.T. (2021). *Environmental performance, environmental management and company valuation*. Journal of Global Responsibility, vol. 12(4), pp. 400-415.

Ademi B. e Klungseth N.J. (2022). *Does it pay to deliver superior ESG performance? Evidence from US S&P 500 companies*. Journal of Global Responsibility, vol. 13(3).

Albuquerque R. A., Koskinen Y. J. e Zhang C. (2019). *Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence*. Management Science, vol. 65 (10), pp. 4451-4469.

Albuquerque R. A., Koskinen Y. J., Yang S., e Zhang C. (2020). *Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash*. Review of Corporate Finance Studies 9 (3), pp. 593–621.

Azar J., Duro M., Kadach I. e Ormazabal G. (2020) *The Big Three and Corporate Carbon Emissions Around the World (November 27, 2020)*. Journal of Financial Economics (JFE). Proceedings of Paris December 2020 Finance Meeting EUROFIDAI - ESSEC, European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper 715/2020.

Baker S., Hollifield B. e Osambela E. (2022). *Asset Prices and Portfolio with Externalities*. Review of Finance, vol. 26 (6), pp. 1433-1468.

Baron D. P. (2007). *Corporate Social Responsibility and Social Entrepreneurship*. Journal of Economics & Management Strategy, vol. 16 (3), pp. 683-717.

Baron D. P. (2008). *Managerial contracting and corporate social responsibility*. Journal of Public Economics, vol. 92 (1-2), pp. 268-288.

Bénabou R. e Tirole J. (2010). *Individual and corporate social responsibility*, Economica 77, pp. 1-19.

Berg F., Fabilisk K. e Sautner Z. (2021) *Rewriting History II: The (Un)Predictable Past of ESG Ratings*. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper N° 708/2020.

Billio M., Costola M, Hristova I., Latino C. e Pelizzon L. (2020). *Inside the ESG Ratings: (Dis)agreement and performance*. Liebniz Institute for Financial Research, Sustainable Architecture for Finance in Europe (SAFE), Working Paper No. 284.

Bloomberg (2022). *Bloomberg SASB ESG Select Global Equity Index Methodology*.

Bloomberg MSCI (2021). *Bloomberg MSCI Green Bond Indices*.

Bocken N.M. e Geradts, T.H. (2020). *Barriers and drivers to sustainable business model innovation: organization design and dynamic capabilities*. Long Range planning, vol. 53(4), pp. 1019-1050.

Boffo R. e Patalano R. (2020). *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*. OECD Paris.

Bonham J. e Riggs-Cragun A. (2022). *Motivating ESG Activities Through Contracts, Taxes and Disclosure Regulation*. Chicago Booth Research Paper No. 22-05.

Borghesi R., Houston J.F. e Naranjo A. (2014). *Corporate socially responsible investments: CEO altruism and shareholder interests*. Journal of Corporate Finance, v. 26, pp. 164-181.

Boubakri N., Guedhami O., Kwok C.C. e Wang H.H. (2019). *Is privatization a socially responsible reform?* Journal of Corporate Finance, v. 56, pp. 129–151.

Breuer W., Muller T., Rosenbach D. e Salzmann A. (2018). *Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: A cross-country comparison*. Journal of Banking & Finance, vol. 96, pp. 34-55.

Brundtland G. H. (a cura di) (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*. World Commission on Environment and Development.

Buchanan B., Cao C. X. e Chen C. (2018). *Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership*. Journal of Corporate Finance, vol. 52, pp. 73-95.

Cai Y., Pan C.H. e Statman M. (2016). *Why do countries matter so much in corporate social responsibility*. Journal of Corporate Finance, 41, pp. 591-609.

CBI – Climate Bond Initiative (2019). *Climate Bonds Standard, version 3.0*.

Chatterji A. K., Durand R., Levine D. I. e Touboul S. (2016). *Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers*. Strategic Management Journal, v. 37, pp. 1597-1614.

Chava S. (2014). *Environmental Externalities and Cost of Capital*. Management Science, vol. 60 (9), pp. 2111-2380.

Choudhry T. (2010). *World War II events and the Dow Jones industrial index*. Journal of Banking & Finance, vol. 34 (5), pp. 1022-1031.

Clarkson M. B. E. (1995). *A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance*. The Academy of Management Review, 20(1), pp. 92–117.

Cohen S., Kadach I., Ormazabal G. e Reichelstein S. (2022). *Executive Compensation Tied to ESG Performance: International Evidence*. European corporate governance institute. ECGI Working Paper Series in Finance, n. 825/2022, aprile 2022.

CONSOB – Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (2022). *Emerging trends in sustainable investing and cryptoasset markets*.

Dakhli A. (2021). *Does financial performance moderate the relationship between board attributes and corporate social responsibility in French firms?* Journal of Global Responsibility, vol. 12(4), pp. 373-399.

Delmas M. e Burbano V. (2011). *The Drivers of Greenwashing*. California Management Review, 54(1), pp. 64–87.

Demers E., Jurian H, Joos P. e Lev B. (2020). *ESG Didn't Immunize Stocks Against the COVID-19 Market Crash*. SSRN: 3675920 (2020).

Di Giuli A. e Kostovetsky L. (2014). *Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility*. Journal of Financial Economics, vol. 111 (1), pp. 158-180.

Dimson E., Karakas O. e Li X. (2015). *Active ownership*. Review of Financial Studies 28, pp. 3225-3268.

Dowell G., Hart S., Yeung B. (2000). *Do corporate global environmental standards create or destroy market value?* Management Science 46, pp. 1059-1074.

Dutta S. e Reichelstein S. (2005). *Stock price, earnings and book value in managerial performance measures*. The Accounting Review 80, pp. 1069-1100.

Dyer W. e Whetten D. A. (2006). *Family firms and social responsibility: Preliminary evidence from the S&P 500*. Entrepreneurship Theory and Practice 30, 785-802.

Eccles R. G. e Kastrapeli D. M. (2017). *The investing enlightenment*. State Street, pp. 1-40.

Ehlers T. e Packer F. (2017). *Green bond finance and certification*. BIS Quarterly Review, Settembre 2017.

El Ghoul S., Guedhami O., Kwok C., e Mishra R. (2011). *Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?* Journal of Banking and Finance, v. 35 (9), pp. 2388–2406.

El Ghoul S., Guedhami O., Wang H. e Kwok, C.C. (2016). *Family control and corporate social responsibility*. Journal of Banking and Finance, v. 73, pp. 131-146.

Escrig-Olmedo E., Fernandez-Izquierdo M., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J. E Munoz-Torres M. (2019). *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*. Sustainability, v.11, 915.

- ESMA – European Securities and Markets Authority (2020). *Strategy on Sustainable Finance*.
- Fatemi A., Fooladi I. e Tehranian H. (2015). *Valuation effects of corporate social responsibility*. Journal of Banking & Finance, vol. 59, pp.182-192.
- Fernando C.S., Sharfman M. P. e Uysal V. (2016). *Corporate Environmental Policy and Shareholder Value: Following the Smart Money*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, v. 52(5), pp. 2023-2051.
- Ferriani F. e Natoli F. (2021). *ESG risks in times of Covid-19*. Applied Economics Letters, vol.28(18), pp. 1537-1541.
- Flammer C. (2021). *Corporate green bonds*. Journal of Financial Economics, vol. 142 (2), pp. 499-516.
- Frey M., Masciandaro D. e Vercelli A. (2014). *Banca e finanza sostenibile*. Studi e note di economia – Quaderni/8.
- G20 Green Finance Study Group (GFSG) (2016). *Green finance synthesis report, settembre 2016*.
- Geldres-Weiss V., Gambetta N., Massa N. P. e Geldres-Weiss S. (2021). *Materiality Matrix Use in Aligning and Determining a Firm's Sustainable Business Model Archetype and Triple Bottom Line Impact on Stakeholders*. Sustainability 2021, v.13(3), p. 1065.
- Giese G., Lee L. E., Melas D., Nagy Z. e Nishikawa L. (2019). *Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance*. The Journal of Portfolio Management, Luglio 2019, v. 45 (5), pp. 69-83.
- Gillan S.L., Koch A. e Starks L.T (2021). *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*. Journal of Corporate Finance, vol. 66., febbraio 2021.
- Global Sustainable Investment Alliance (2018), *Global Sustainable Investment Review*, Global Sustainable Investment Alliance.
- Global Sustainable Investment Review (2020). Global Sustainable Investment Alliance.
- Goss A. e Roberts G. S. (2011). *The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans*. Journal of Banking & Finance, vol. 35 (7), pp. 1794-1810.
- Gregory A., Tharyan R. e Whittaker J. (2014). *Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth*. Journal of Business Ethics, v. 124 (4), pp. 633–657.

Hart O. e Zingales L. (2017). *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*. Journal of Law, Finance, and Accounting, v. 2(2), pp. 247-274.

Hartzmark S. M. e Sussman Abigail. B. (2019). *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows*. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 565/2018. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3016092>

Harvey C., Liu Y. e Zhu H. (2016). *...and the Cross-Section of Expected Returns*. Review of Financial Studies, v. 29 (1), pp. 5–68.

Heinkel R., Kraus A. e Zechner J. (2001). *The Effect of Green Investment on Corporate Behavior*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 36 (4), pp. 431-449.

Hoepner A. G. F., Rezec M. e Siegl K. S. (2011). *Does Pension Funds' Fiduciary Duty Prohibit the Integration of Environmental Responsibility Criteria in Investment Processes?: A Realistic Prudent Investment Test*. Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1930189>.

Hong H. e Kacperczyk M. (2009). *The price of sin: The effects of social norms on markets*. Journal of Financial Economics, v. 93(1), pp. 15-36.

Hong H., Kubik J. D. e Scheinkman J. A. (2012). *Financial constraints and corporate goodness*. NBER Working Paper No. 18476.

Hsu P.-H., Liang H. e Matos P. (2018). *Leviathan Inc. and Corporate Environmental Engagement*. ECGI Finance Working Paper No. 526/2017.

Ilhan E., Sautner Z. e Vilkov G. (2021). *Carbon Tail Risk*. The Review of Financial Studies, vol. 34 (3), pp. 1540-1571.

International Capital Market Association – ICMA (2014). *Green Bond Principles, January*.

International Capital Market Association – ICMA (2018). *The Social Bond Principles, June*.

Ittner C., Larcker D. e Rajan M. (1997). *The choice of performance measures in annual contracts*. The Accounting Review 72, pp. 231-255.

Jagannathan R., Ravikumar A. e Sammon M. (2018). *Environmental, Social, and Governance criteria: Why Investors Should Care*. Journal of Investment Management, vol. 16 (1), pp. 18-31.

Jiraporn P., Jiraporn N., Boeprasert A. e Chang K. (2013). *Does Corporate Social Responsibility Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification*. Financial Management, vol. 43 (3), pp. 505-531.

Kaldor N. C. (1966). *Marginal Productivity and the Macro-Economic Theories of Distribution: Comment on Samuelson and Modigliani*. The Review of Economic Studies vol.33(4), pp. 309–319.



Kalhor M. R., Kumar A., e Kyaw K. (2022). *Effect of Russia-Ukraine War on ESG Investing Across the Globe: Evidence from the Efts*. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4213183>

Khan M. (2019). *Corporate governance, ESG, and stock returns around the world*. *Financial Analysts Journal*, 75(4), pp. 103–123.

Kitzmueller M. e Shimshack J. (2012). *Economic perspectives on corporate social responsibility*. *Journal of Economic Literature* 50, pp. 51-84.

Krueger P. (2015). *Corporate Goodness and Shareholder Wealth*. *Journal of Financial Economics*, v. 115 (2), pp. 304–329.

La Porta R., López-de-Silanes F. e Shleifer A. (2008). *The economic consequence of legal origins*. *Journal of Economic Literature*, v. 46, pp. 285-332.

Latino C., Pelizzon L. e Rzeznik A. (2021). *The Power of ESG Ratings on Stock Markets*. Liebniz Institute for Financial Research, Sustainable Architecture for Finance in Europe (SAFE), Working Paper No. 310.

Lee L.E (2021). *What Does ESG Investing Really Mean? Implications for Investors of Separating Financial Materiality and Social Objectives*. Pension Research Council Working Paper. Pension Research Council. The Wharton School, University of Pennsylvania. PRC WP2021-18.

Liang H. e Renneboog L. (2017). *On the Foundation of Corporate Social Responsibility*. *The Journal of Finance*, 72(2), pp. 853-910.

Linciano N., Cafiero E., Ciavarella A., Di Stefano G., Levantini E., Mollo G., Nocella S., Santamaria R., Taverna M. (2021). *La finanza per lo sviluppo sostenibile*. CONSOB.

Lins K.V., Servaes H. e Tamayo A. (2017). *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis*. *The Journal of Finance*, vol. 72(4), pp. 1785-1824.

Lu F. e Huang L. (2022). *Sanctions and Social Capital: Evidence from the Russian Invasion of Ukraine*. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4108129>

Magill M., Quinzii M. e Rochet J-C. (2015). *A theory of the stakeholder corporation*. *Econometrica* 83, pp. 1685-1725.

Marquis C., Toffel M. e Zhou Y. (2016). *Scrutiny, Norms and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing*. *Organizational Science* 27, pp. 483-504.

Masulis R. W. e Reza S. W. (2015). *Agency Problems of Corporate Philanthropy*. *The Review of Financial Studies*, vol. 28 (2), pp. 592-636

McGuinness P.B., Vieito J.P. e Wang, M. (2017). *The role of board gender and foreign ownership in the CSR performance of chinese listed firms*. Journal of Corporate Finance, v. 42, pp. 75–99.

Merton R. (1987). *A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information*. The Journal of Finance, v. 42, 483-510.

MSCI (2021). *MSCI USA ESG Select Index Methodology*.

MSCI ESG Research November 2020.

Ng A. C. e Rezaee Z. (2015). *Business sustainability performance and costo of equity capital*. Journal of Corporate Finance, vol. 34, pp. 128-149.

Nofsinger J. R., Sulaeman J. e Varma A. (2019). *Institutional investors and corporate social responsibility*. Journal of Corporate Finance, v. 58, pp. 700-725.

Nofsinger J. e Varma A. (2015). *Socially responsible funds and market crises*. Journal of Banking & Finance, vol. (48), pp. 180-193.

OECD (2020). *OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance*. OECD Publishing, Paris.

OECD (2021). *ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy Considerations*. OECD Publishing, Paris.

Pagano M.S., Sinclair G. e Yang T. (2018). *Understanding ESG ratings and ESG indexes*. In Boubaker S., Cumming D. e Nguyen D. K. (a cura di) (2018). *Research Handbook of Finance and Sustainability*. Elgar.

Pastor L., Stambaugh R. F e Taylor L. A. (2021). *Sustainable investing in equilibrium*. Journal of Financial Economics, vol. 142 (2), pp. 550-571.

Pedersen L. H., Fitzgibbons S. e Pomorski L. (2021). *Responsible investing: The ESG-efficient frontier*. Journal of Financial Economics, vol. 142 (2), pp. 572-597.

Porter M. E. e Reinhardt L. (2007). *A strategic approach to climate*. Harvard Business Review, 85(10), pp 22–26.

Pucker K.P. (2021). *Overselling sustainability reporting: we're confusing output with impact*. Harvard Business Review, vol. 99(3), pp. 134-143.

Rapporto Assonime (2021). *Doveri degli amministratori e responsabilità*. Assonime, Note e Studi, 6/2021.

Rzeknik A., Weiss Hanley K. e Pelizzon L. (2021). *The Saliency of ESG Ratings for Stock Pricing: Evidence From (Potentially) Confused Investors*. Liebniz Institute for Financial Research, Sustainable Architecture for Finance in Europe (SAFE), Working Paper No. 310.

Rigobon R. e Sack B. (2005). *The effects of war risk on US financial markets*. Journal of Banking & Finance, vol. 29 (7), pp. 1769-1789.

Sachs J.D., Woo W. T., Yoshino N. e Taghizadeh-Hesary (a cura di) (2019). *Handbook of Green Finance*. ADBInstitute – Springer.

Scalet S. e Kelly T.F. (2010). *CSR Rating Agencies: What is Their Global Impact?* Journal of Business Ethics, v. 94, pp. 69–88.

Servaes H. e Tamayo A. (2013). *The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness*. Management Science, vol. 59 (5), pp. 1045-1061.

Sinclair G. (2011). 'Indexes'. In Krosinsky C., Robins N. e Viederman S. (a cura di) (2011). *Evolutions in Sustainable Investing: Strategies, Funds, and Thought Leadership*. John Wiley & Sons, Inc., pp. 365-382.

Sliwka D. (2002). *On the use of nonfinancial performance measures in management compensation*. Journal of Economics and Management Strategy, pp. 487-511.

Soppe A. (2004). *Sustainable Corporate Finance*. Journal of Business Ethics, 53(1), pp. 213-224.

Starks L. T. (2009). *Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: What Do Investors Care about? What Should Investors Care about?* The Financial Review, v. 44 (4), pp. 461-468.

Stellner C., Klein C. e Zwergel B. (2015). *Corporate social responsibility and Eurozone corporate bonds: The moderating role of country sustainability*. Journal of Banking & Finance, vol. 59, pp. 538-549.

Sustainalytics (2021). *Controversies Research Methodology, Marzo 2021*. Sustainalytics, a Morningstar company.

Timpano F. e Fedeli M (2019). *La finanza per lo sviluppo sostenibile: un'analisi dello stato dell'arte*. Economia Italiana, 2019/2.

UN Principles for Responsible Investment, (2019), *What is Responsible Investment*.

United Nations Sustainable Development (1992). *United Nations Conference on Environment & Development Rio de Janeiro, Brazil, 3 to 14 June 1992*.

Utz S. (2017). *Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: Evidence from an international sample*. Review of Managerial Science v. 13, pp. 483-511.

Viscovi A., Tintori C. e Di Turi A (2020). *Guida alla finanza sostenibile per investitori cattolici*. Nummus.Info

Windolph S. E. (2011). *Assessing Corporate Sustainability Through Ratings: Challenges and Their Causes*. Journal of Environmental sustainability v. 1 (5).

Zellweger T., Sieger P. e Halter F. (2011). *Should I stay or should I go? Career choice intentions of students with family business background*. Journal of Business Venturing 26, 521-536.

Zerbib O. D. (2019). *The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds*. Journal of Banking & Finance, vol. 98, pp. 39-60.

Zhao C., Guo Y., Yuan J., Wu M., Li D., Zhou Y. e Kang J. (2018). *ESG and corporate financial performance: empirical evidence from China's listed power generation companies*. Sustainability, vol. 10(8), p. 2607.