



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Economia e Management

**L’IMPATTO DEI CRITERI ESG SULLE
DIMENSIONI FINANZIARIE AZIENDALI**

THE IMPACT OF ESG CRITERIA ON CORPORATE
FINANCIAL DIMENSIONS

Relatore: Chiar.mo
Prof. Oscar Domenichelli

Tesi di Laurea di:
Federica Cognigni

Anno Accademico 2023 – 2024

Non dobbiamo impegnarci in azioni grandiose ed eroiche per partecipare al cambiamento.

Piccole azioni, se moltiplicate per milioni di persone, possono trasformare il mondo.

Howard Zinn

INDICE

INTRODUZIONE	3
1. LA TEMATICA AMBIENTALE, SOCIALE E DI GOVERNANCE	7
1.1 I CRITERI ESG: SIGNIFICATO E CARATTERISTICHE	7
1.2 L'EVOLUZIONE STORICA E NORMATIVA	21
1.3 I TRE PILASTRI	33
1.3.1 Il criterio ambientale	34
1.3.2 Il criterio sociale	43
1.3.3 Il criterio governance	49
2. I PRINCIPALI IMPATTI FINANZIARI DEI CRITERI ESG	53
1.1 LA VALUTAZIONE DEL VALORE AZIENDALE	53
2.2 LA CORPORATE FINANCIAL PERFORMANCE E LA CORPORATE SOCIAL PERFORMANCE	67
2.3 L'IMPATTO SUL RENDIMENTO AZIONARIO	76
2.4 SOSTENIBILITÀ ESG, COSTO E STRUTTURA DEL CAPITALE FINANZIARIO	79
2.4.1 Sostenibilità ESG e costo del capitale proprio	81
2.4.2 Sostenibilità ESG e costo del capitale di debito	87
2.4.3 I criteri ESG e le caratteristiche del debito	90
3. LA VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ	103
3.1 L'ANALISI DELLA MATERIALITÀ	103
3.2 IL RATING ESG	121
3.2.1 MSCI	131
3.2.2 Sustainalytics	143
3.2.3 Refinitiv	147
CONCLUSIONI	153
BIBLIOGRAFIA	159
SITOGRAFIA	165
RINGRAZIAMENTI	167

INTRODUZIONE

Scioglimento dei ghiacciai, aumento degli incidenti sul luogo di lavoro, surriscaldamento globale ed episodi di corruzione dei dirigenti sono solo alcuni temi che al giorno d'oggi non possono essere lasciati all'oscuro dalla società odierna. Viviamo in un mondo globalizzato, in cui diversi soggetti sono interconnessi ed in cui queste tematiche devono e possono essere affrontate sia singolarmente con azioni quotidiane, come le iniziative di riciclo dei rifiuti, ma anche a livello aziendale attraverso investimenti, attività e pratiche il cui obiettivo è il raggiungimento e il rispetto degli obiettivi definiti dai criteri ambientali, sociali e di governance, in inglese criteri Environmental, Social e Governance (ESG). Negli ultimi anni, le questioni ambientali e la crescente volontà degli investitori e delle società di voler migliorare l'ambiente e il contesto in cui viviamo hanno visto un maggiore interessamento ed evoluzione delle tematiche ESG che sono diventate un aspetto critico affinché si possa avere uno sviluppo sostenibile nel medio-lungo termine. La letteratura e la ricerca scientifica hanno evidenziato un legame, positivo e negativo, tra le tematiche ESG e le diverse dimensioni finanziarie delle aziende. La teoria della finanza tradizionale ci dice che l'unico mandato di un manager è quello di massimizzare il valore per gli azionisti¹. Il premio Nobel Milton Friedman ha notoriamente scritto un articolo intitolato "*The Social Responsibility of Business*

¹ Jacquelyn E. Humphrey, Darren D. Lee, Yaokan Shen, does it cost to be sustainable? Journal of Corporate Finance (2012)

is to Increase its Profits" sostenendo che i manager, comportandosi da agenti e non da committenti, non devono spendere le risorse aziendali in iniziative "sociali", in quanto diminuiscono valore per gli azionisti. A distanza di 40 anni, invece, manager e stakeholders esercitano una pressione significativa affinché vengano integrati i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle pratiche imprenditoriali, in modo da poter assicurare uno sviluppo sostenibile nel tempo assecondando le prerogative di tutti i soggetti coinvolti. Il crescente riconoscimento dell'impatto finanziario che i temi ESG possono avere a livello di cash flow, di valutazione d'azienda, sul costo del capitale e sul rischio conducono ad approfondire il tema che, da aspetto di nicchia, è diventato un vero e proprio modo di fare finanza.

Lo scopo di questa tesi è quello di trattare un argomento di crescente importanza, sia in ambito aziendale che di studio scientifico, al fine di comprendere l'effetto che i criteri ESG hanno sull'accesso delle imprese alle fonti di finanziamento, sulla loro selezione, sul costo del capitale aziendale, sulla capacità che le imprese hanno di creare valore, sulle dinamiche di rischio e rendimento del capitale aziendale, nonché sugli aspetti di corporate governance.

Basandosi su articoli scientifici e ricerche in materia di sostenibilità e finanza aziendale, l'oggetto della tesi è costituito dalle relazioni che si instaurano nel momento in cui i criteri ESG entrano all'interno del contesto aziendale, in particolare modo, tra criteri ESG e le dimensioni finanziarie. Tra gli argomenti che verranno trattati rientrano anche i risvolti più operativi come la valutazione delle sostenibilità

delle imprese espresso attraverso il rating ESG, che incide sulla valutazione dell'azienda da parte degli investitori.

La tesi sarà strutturata su tre capitoli: nel primo verrà analizzato il mondo degli ESG, dando un quadro complessivo sulla tematica partendo dalla definizione all'evoluzione nel tempo e soffermandosi sui tre pilastri su cui poggiano gli ESG, ossia l'ambiente (*Environmental*), il sociale (*Social*) e la governance aziendale (*Governance*). Il secondo capitolo sarà incentrato sugli impatti che la tematica ESG ha sulle diverse dimensioni aziendali, in particolar modo sul valore dell'azienda e il costo del capitale proprio, oltre al rapporto rischio – rendimento. Nell'ultimo verranno analizzati alcuni dei sistemi di rating di sostenibilità con cui vengono valutate le aziende dal punto di vista delle performance ambientali, sociali, e di governance.

A supporto della tesi sono stati utilizzati gli articoli delle principali riviste internazionali: *Journal of Corporate Finance*, *Journal of Applied Corporate Finance*, *The International Review of Financial Analysis*, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* ed *Environmental Policy and Governance*. Per quanto riguarda le fonti online, si è fatto riferimento a siti specializzati in tematiche ESG, come ESG360 e ESGnews.

Durante la procedura di ricerca e scelta del materiale scientifico sono stati riscontrati dei limiti metodologici, visto che nei diversi articoli sono state affrontate

delle analisi basate su campioni di diversa grandezza e caratteristiche. Tuttavia, l'eterogeneità dei campioni non ha impattato i risultati messi in luce dalla tesi.

Si ritiene che il presente lavoro, incentrato sulla discussione del rapporto tra la l'utilizzo e la diffusione dei criteri ESG, da un lato, e le dinamiche finanziarie aziendali, dall'altro, costituisca un contributo all'attuale dibattito sulla tematica dell'approccio ESG.

1. LA TEMATICA AMBIENTALE, SOCIALE E DI GOVERNANCE

1.1 I CRITERI ESG: SIGNIFICATO E CARATTERISTICHE

Al giorno d'oggi, con lo sviluppo dell'economia e della società, ci troviamo ad affrontare non solo numerose opportunità di sviluppo, ma anche molte sfide legate ad esso. Il tema dello sviluppo sostenibile è diventato un argomento di discussione in tutto il mondo e, in risposta ai sempre più gravi problemi ambientali, sociali e di governance nel mercato finanziario, le organizzazioni internazionali e i paesi hanno presentato diversi piani d'azione, come gli ESG, per far sì che lo sviluppo diventi sostenibile nel tempo attraverso un quadro normativo adeguato sia a livello di singolo stato, che a livello internazionale.

L'acronimo ESG si riferisce ad un framework di valutazione non finanziaria riguardante tre fattori, rispettivamente *Environmental* (ambiente), *Social* (società) e *Governance* (governo societario), e per ognuno di loro si fa riferimento a un insieme specifico di criteri² (Tabella 1).

² Laura Santeusano, ESG: Significato, criteri, investimenti & normative, 16/03/2023, disponibile su <https://www.egs.com/it/polo-di-conoscenza-compliance/blog/esg-significato-criteri-normative/#:~:text=L'acronimo%20ESG%20si%20riferisce,accuratezza%20e%20trasparenza%20o%20meno>

Tabella 1 - ESG framework

Dimensione	Criteri
Environmental (E)	<ul style="list-style-type: none">• GHG emissions• Energy consumption and efficiency• Air pollutants• Impact and dependence on biodiversity• Impact and dependence on ecosystems
Sociale (S)	<ul style="list-style-type: none">• Workforce freedom of association• Child labor• Forced and compulsory labor• Customer health and safety• Poverty and community impact
Governance (G)	<ul style="list-style-type: none">• Codes of conduct and business principles• Accountability• Board diversity and structure• Bribery and corruption• Shareholder rights

Fonte: Elaborazione basata sul rapporto dell'EBA sulla gestione e vigilanza del rischio ESG.

Gli ESG derivano dall'investimento responsabile, che secondo i Principi per l'Investimento Responsabile (PRI), viene descritto come una strategia per incorporare fattori ambientali, sociali e di governance nelle decisioni di investimento e nella propria attività³. Pertanto, gli ESG sono degli standard che vengono usati dagli investitori per valutare il comportamento aziendale e la performance finanziaria futura di un'azienda. Nelle decisioni di investimento tenere in considerazione fattori ESG significa indirizzare i capitali e i

³ PRI. What is Responsible Investment? Disponibile su <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

propri risparmi verso imprese e progetti considerati sostenibili cioè, ad esempio, che rispettano l'ambiente, attente all'inclusione e al benessere dei lavoratori e che favoriscono la presenza di donne negli organi societari. Pertanto, gli ESG sono diventati punti chiave da considerare nel processo di analisi degli investimenti e nel processo decisionale. Inoltre, i fattori ESG aiutano a misurare la sostenibilità e l'impatto sociale delle attività aziendali⁴. Inoltre, come afferma l'Autorità Bancaria Europea (EBA) i fattori ESG sono questioni ambientali, sociali e di governance che possono avere un impatto positivo o negativo sulla performance finanziaria o sulla solvibilità di un'entità pubblica o privata che sia⁵. Questo fa sì che l'ESG diventa una filosofia di investimento che persegue la crescita del valore nel lungo termine.

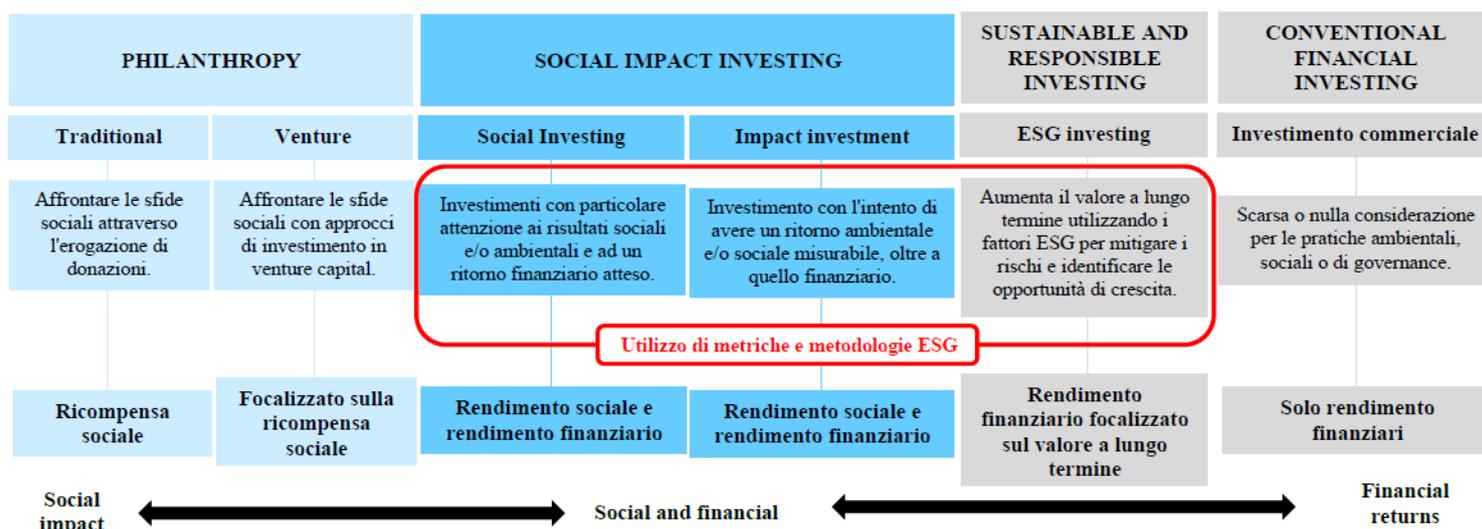
Gli investimenti ambientali, sociali e di governance (ESG) rientrano nell'ambito degli investimenti rappresentando una via intermedia tra due estremi. Un estremo è rappresentato dagli investimenti finanziari "puri" perseguiti con lo scopo di massimizzare il valore degli stakeholders attraverso i rendimenti finanziari derivanti dagli investimenti stessi. L'altro estremo riguarda gli investimenti sociali "puri", come la filantropia, che cerca di avere solo dei rendimenti sociali, legati cioè

⁴ European Banking Authority, Environmental Social and Governance Disclosures, 01/03/2021. Disponibile su <https://www.eba.europa.eu/activities/single-rulebook/regulatory-activities/transparency-and-pillar-3/implementing-technical>

⁵ European Banking Authority, EBA Report on ESG risks management and supervision, 23/06/2021. Disponibile su <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks>

all'evidenza di benefici ambientali o sociali. All'interno di questo ambito, si trova l'investimento sociale e l'investimento ad impatto che sono simili per metodologia, dato che entrambi utilizzano criteri ESG e finanziari nel processo di investimento, ma differenti nell'obiettivo⁶. L'investimento sociale ha come obiettivo un ritorno sociale, anche accettando rendimenti minori rispetto al mercato o perfino negativi, mentre l'investimento ad impatto ha l'obiettivo di generare un ritorno sociale ed ambientale positivo compatibile con i rendimenti attesi⁷. La figura 1 mostra l'ambito degli investimenti e in cui vengono integrati e utilizzati i fattori ESG.

Figura 1. Gli investimenti sociali



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

⁶ OCSE Publishing, Social Impact Investment, the Impact Imperative for Sustainable Development, 2019, Paris.

⁷ Social Impact Agenda per l'Italia. Disponibile su <https://www.socialimpactagenda.it/impact-investing/>

Sono diversi gli sviluppi che hanno contribuito alla crescita dell'utilizzo degli ESG. In primo luogo, come peraltro verrà approfondito nel paragrafo 1.2, c'è stata la transizione dalla *shareholder theory* alla *stakeholders theory* che ha messo in discussione l'idea che l'impresa serva solo ed esclusivamente chi ne possiede la proprietà⁸. La *stakeholder theory* è una visione del capitalismo che sottolinea la relazione tra l'azienda e i diversi portatori d'interesse, come i clienti, i dipendenti, la comunità che partecipano nell'organizzazione. Tale teoria, proposta nel 1984 da Robert Edward Freeman, sostiene che un'impresa dovrebbe creare valore per tutti gli stakeholder, e non solo per gli azionisti⁹. Il passaggio dalla creazione di valore per gli azionisti alla creazione di valore per gli stakeholder, cioè il c.d. *stakeholder capitalism*, viene anche ribadito all'interno del Codice di Corporate Governance che passa dall'*obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo*, nella versione del 2018, al perseguimento del *successo sostenibile che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*, nella versione del 2020¹⁰. In secondo luogo, c'è stata una maggiore richiesta da parte degli investitori di avere delle informative riguardo

⁸ Emiliano Di Carlo, Il bene dell'azienda come terza via al dilemma shareholder vs stakeholder, Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, gennaio 2021, Volume 121, pagina 278.

⁹ Stakeholder Theory, About the Stakeholder Theory, disponibile su <http://stakeholdertheory.org/about/>

¹⁰ Comitato per la Corporate Governance, Codice di Corporate Governance delle Società Quotate, gennaio 2020.

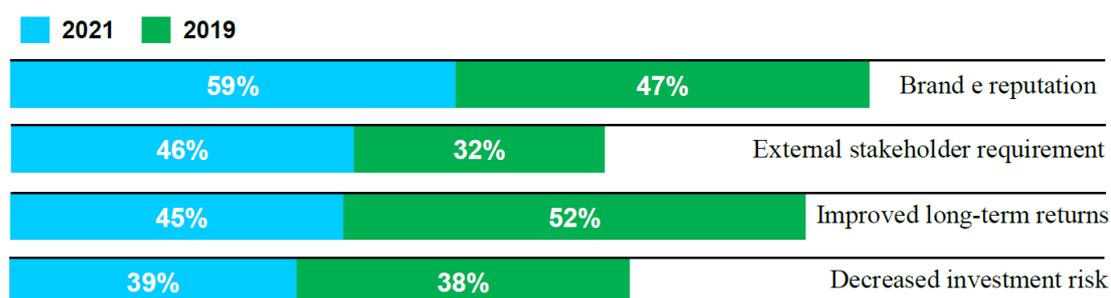
all'impatto sociale e dei dati relativi ai fattori E, S e G relative alle buone pratiche. Il cambiamento del Codice di Corporate Governance insieme alla Direttiva 2014/95/UE¹¹ del *Non-financial and diversity information*, ha portato le imprese a riferire sulle pratiche e sugli standard riguardo a informazioni non puramente finanziarie, ma che riguardano fattori ambientali, iniziative sociali e *practices* amministrative che possono, ad esempio, rafforzare l'immagine aziendale, anche agli occhi degli investitori, oltre che dei diversi stakeholder. Infine, la richiesta di investimenti sostenibili spazia tra interessi sociali e finanziari, naturalmente gli investitori istituzionali si concentrano maggiormente sui vantaggi degli investimenti ESG in termini di rendimenti finanziari, mentre gli investitori finali si concentreranno maggiormente su un allineamento dei propri portafogli ai valori sociali su cui si basano le imprese. Nel 2021 BNP ha condotto un sondaggio¹² su investitori istituzionali e dei gestori patrimoniali rilevando i motivi per cui i criteri ESG vengono incorporati nel processo decisionale degli investitori. Come si vede nella figura 2, rispetto al 2019, brand e reputazione sono diventate il motore principale alla base degli investimenti ESG e i requisiti e le aspettative degli stakeholder esterni sono cresciuti di importanza. Gli investimenti ESG sono cresciuti grazie alla richiesta degli investitori finali di sapere dove viene investito il

¹¹ Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, Direttiva 2014/95/UE del parlamento europeo e del consiglio, 22 ottobre 2014, disponibile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095>

¹² BNP Paribas – *The path to ESG: no turning back for asset owners and managers*. 2021.

loro denaro. Inoltre, vogliono capire in che modo il rischio del cambiamento climatico viene inserito nel loro portafoglio di investimenti e se i valori delle aziende in cui scelgono di investire sono allineati con i loro¹³.

Figura 2. Fattori determinanti dell'integrazione ESG

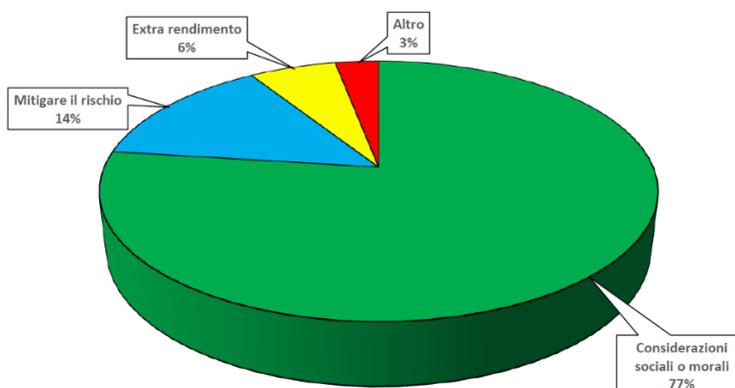


Fonte: BNP Paribas – *The ESG global survey 2021*.

Sono stata fatte altre indagini in cui vengono indicati i fattori che trainano la crescita degli investimenti ESG, allontanandosi dagli investimenti puramente commerciali. Secondo Merrill Lynch (figura 3), oltre il 70% degli investitori è portato a fare degli investimenti ESG per considerazioni sociali o morali e solo il 14% lo fanno per il solo desiderio di mitigare il rischio del proprio portafoglio.

¹³ BNP Paribas – *The path to ESG: no turning back for asset owners and managers*. 2021.

Figura 3. Fattori determinanti gli investimenti ESG

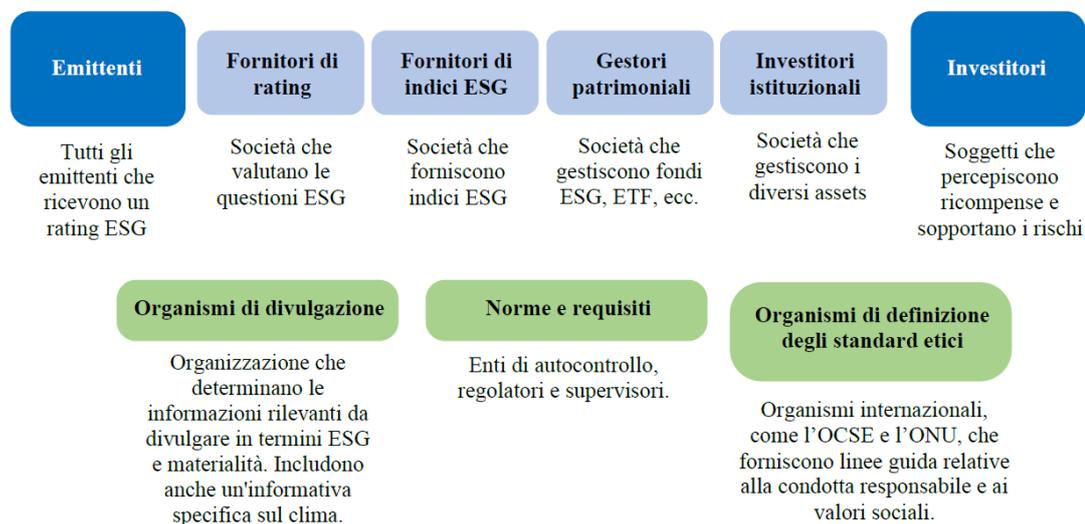


Fonte: Merrill Lynch Wealth Management

La crescita degli approcci ESG è stata sorretta da diversi soggetti che hanno contribuito alla loro istituzionalizzazione¹⁴. In questo modo si è venuto a creare un ecosistema ESG (Figura 4) che vede emittenti e investitori divulgare e utilizzare le informazioni relative alle questioni ambientali, sociali e di governance.

¹⁴ Boffo R., and R. Patalano, ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, 2020, pagina 18, OECD Paris.

Figura 4. Ecosistema ESG



Fonte: Boffo R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD.

Come mostra la figura 4, ci sono diversi soggetti che intervengono, tra cui¹⁵:

- **Emittenti:** sono tutti gli emittenti che forniscono azioni o altri strumenti finanziari sui mercati. A questo proposito, forniscono informazioni in materia ambientale, sociale e di governance su richiesta di investitori, fornitori di rating ESG, agenzie di rating del credito e altre parti interessate motivate, come le ONG sul clima. Tutti gli emittenti fanno parte dell’ecosistema ESG a causa del fatto che la valutazione ESG viene richiesta da un numero crescente di investitori che cercano di analizzare le informazioni che provengono direttamente dagli emittenti e anche da altre fonti, come i media finanziari.

¹⁵ Boffo R., and R. Patalano, ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, 2020, pp 19-20, OECD Paris.

- **Fornitori di rating ESG:** aziende che forniscono valutazioni dei diversi emittenti sulla base delle loro informative che offrono esplicitamente o implicitamente parametri e informazioni di sostenibilità che aiutano a determinare i punteggi ESG. I grandi fornitori ESG includono MSCI, Sustainalytics, Bloomberg, Thomson Reuters e RobecoSAM, oltre alle agenzie tradizionali come Moody's, S&P e Fitch.
- **Fornitori di indici ESG:** come MSCI, FTSE Russell, Bloomberg, Vigeo Eiris, ecc. Tali indici sono dei mezzi per monitorare la performance relativa di vari portafogli di mercato ESG, offrendo anche una gamma di benchmark.
- **I gestori patrimoniali:** soggetti che creano portafogli separati e prodotti di investimento come fondi di investimento ed ETF utilizzano rating e informazioni ESG per ricavare i propri rating e prendere decisioni sulla composizione del portafoglio.
- **Gli investitori istituzionali:** come i fondi pensione che possono incorporare rating ESG per la gestione del portafoglio. Questi soggetti si vanno poi ad interfacciare con i soggetti del settore pubblico, come le banche centrali, che hanno iniziato a comprendere la necessità di integrare gli ESG. Tra questi troviamo:
 - Gli *organismi di divulgazione* che includono fornitori di framework, come regolatori di standard di divulgazione e organismi di autoregolamentazione che offrono indicazioni sulla divulgazione e buone pratiche.

- Gli *organismi che sviluppano e/o implementano norme e requisiti*, come i regolatori del mercato, i supervisori degli istituti finanziari e le borse valori.
- Gli *organismi che stabiliscono standard per una condotta etica e responsabile*, come l'ONU, l'OCSE e l'Organizzazione internazionale per la standardizzazione, che dispongono gli standard sociali e ambientali.

Negli ultimi anni c'è stata una maggiore consapevolezza dei rischi legati alla sostenibilità, soprattutto quella ambientale. Dall'indagine *Third-Party Risk Management* svolta da Deloitte,¹⁶ si evince che il 35% delle imprese¹⁷ considera il cambiamento climatico una priorità su cui focalizzarsi e, fra queste, circa la metà (48%) pensa sia necessario incrementare le risorse e gli sforzi per migliorare il proprio livello di maturità, ritenuto ancora troppo basso. La Commissione Europea, infatti, ha evidenziato fra il 2000 e il 2016, a livello mondiale, le catastrofi naturali di origine meteorologica hanno registrato un incremento del 46% e nel 2016 le perdite economiche dovute a condizioni meteorologiche estreme nel mondo intero ammontarono a 117 miliardi di euro. Si rilevano in misura crescente ulteriori questioni ambientali in grado di minacciare gli attuali modelli di business¹⁸.

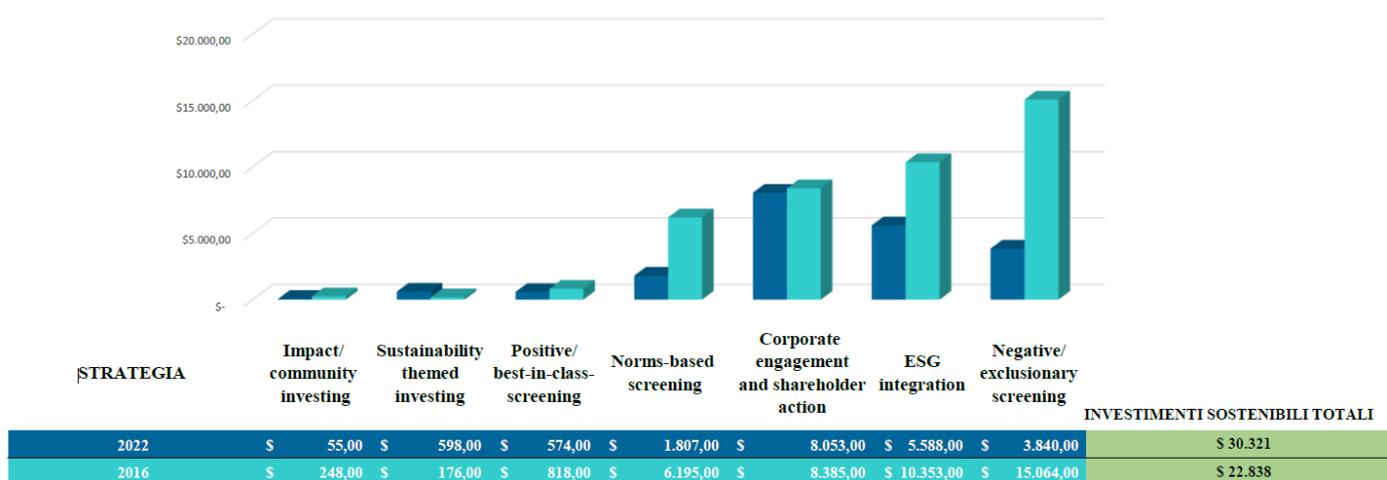
¹⁶ Deloitte, *Third-Party Risk Management Global survey 2021*. Disponibile su <https://www2.deloitte.com/it/it/pages/risk/articles/third-party-risk-management-global-survey-2021---deloitte-italy-.html>

¹⁷ Indagine svolta su un campione di 1309 rispondenti in 38 paesi.

¹⁸ Comunicazione della commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Bruxelles, 08/03/2018.

Secondo la Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) nel 2022 l'ammontare degli investimenti sostenibili globali ammontava a 30,3 trilioni di dollari, cioè circa un terzo del PIL mondiale, con un aumento percentuale del 33% rispetto al 2016¹⁹ (Figura 5).

Figura 5. Asset di investimento sostenibili per strategia (2016-2022)



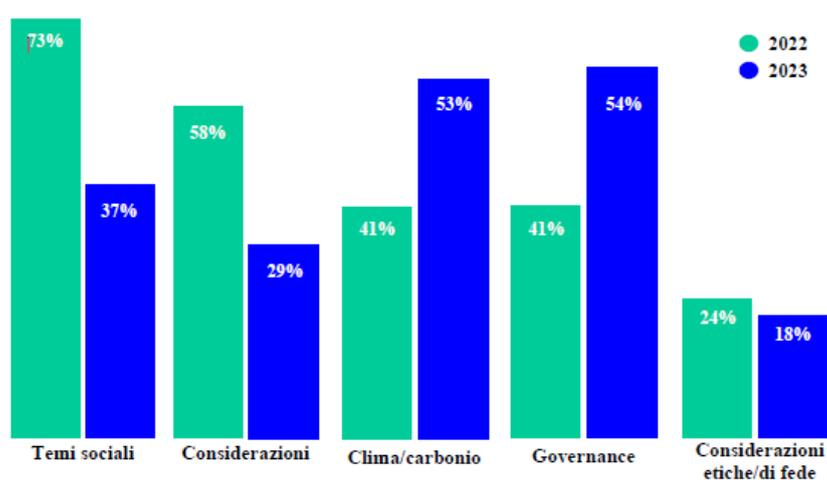
Dati in miliardi di dollari

Fonte: London Stock Exchange Group

¹⁹ London Stock Exchange Group, Global Sustainable Investment Review 2022. Disponibile su https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/reports/global-asset-owner/sustainable-investment-2022-global-survey-findings-from-asset-owners.pdf

Dall'indagine globale condotta dalla FTSE Russel²⁰ sui proprietari degli asset risulta che attualmente l'80% sta valutando l'implementazione di una strategia che tenga conto dei criteri ESG. Anche a livello delle singole questioni di sostenibilità che costituiscono un focus prioritario per gli investimenti sostenibili c'è stato un aumento percentuale nel 2023 rispetto al 2022, soprattutto risulta che il 54% dei proprietari di asset considera la governance come un obiettivo prioritario, oltre che alla tematica ambientale (Figura 6).

Figura 6. Problemi di sostenibilità che costituiscono aree di interesse prioritario (2022 – 2023)



Fonte: Rielaborazione dei dati basata sulle indagini della London Stock Exchange Group negli anni 2022 e 2023.

²⁰ FTSE Russell, 7th Annual Sustainable Investment Asset Owner survey 2023. Disponibile su <https://www.lseg.com/en/ftse-russell/sustainable-investing-solutions/global-asset-owner-survey#previous-surveys>.

Tutti questi sviluppi sono il segnale dell'importanza che hanno i fattori ESG che continua a crescere, diventando una necessità assoluta e non più una opzionale. In un rapporto di KPMG si afferma che gli ESG stanno diventando inevitabili per le società, tant'è che il mancato riconoscimento della loro importanza causerebbe attriti tra le aziende e i loro stakeholders più importanti. Tutto questo porta gli ESG a consolidare la loro posizione all'interno della strategia aziendale. Nel rapporto intitolato Voices on 2030²¹ si afferma che ogni decisione è una decisione ESG e che il potenziale d'impatto guida l'allocazione del capitale. Viene sottolineato che ciò si applica a tutte e tre i componenti principali e non solo all'aspetto ambientale, che in alcuni contesti potrebbe attirare maggiormente l'attenzione. Man mano che le aspettative degli stakeholder evolvono, l'azienda probabilmente non avrà altra scelta se non quella di integrare i criteri ESG. Le aziende non devono però conformarsi con gli standard minimi richiesti per la conformità ambientale, sociale e di governance, piuttosto essere lo scopo al centro della propria attività in modo da conquistare i clienti e tutti gli altri stakeholder chiave.

La crescita che hanno avuto gli ESG e la sostenibilità in generale, è stata supportata dagli sviluppi storici e normativi che ci sono stati durante gli ultimi venti anni e che verranno affrontati nel prossimo paragrafo.

²¹ KPMG, Voices on 2030: Financial services reinvented, Ottobre 2022. Disponibile su <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/10/voices-on-2030-fs-reinvented-web.pdf>

1.2 L'EVOLUZIONE STORICA E NORMATIVA

Al giorno d'oggi il concetto di sostenibilità si riferisce a delle metriche non finanziarie, dette ESG, che misurano l'impatto creato sull'ambiente, sulle comunità in cui operano le aziende e ai livelli di governance aziendale. Queste metriche sono il frutto di un'evoluzione concettuale e normativa della sostenibilità dalla fine degli anni '90 in poi. Il concetto di sostenibilità aziendale è uno dei concetti cardine del capitalismo moderno²². La necessità di conciliare la crescita economica e la tutela ambientale viene formalizzata nel 1987, con la pubblicazione del Rapporto Brundtland in cui viene lanciato l'appello alle organizzazioni di garantire lo sviluppo sostenibile alle generazioni future. Nel rapporto viene coniato il termine *sviluppo sostenibile*, cioè lo sviluppo che soddisfi i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri²³. Sebbene la sostenibilità sia nata come un movimento culturale che promuove altri obiettivi oltre al profitto, è via via diventato un orientamento strategico di fondo delle imprese, grazie anche alla teoria dello *Shared Value* proposta da Porter e Kramer, secondo cui il successo di un'impresa ed il bene sociale non sono da considerarsi come elementi tra loro dissonanti. Questo ha fatto sì che la sostenibilità diventasse una *practice*, che al giorno d'oggi è sempre più codificata, grazie ad accademici, legislatori, associazioni che, con i propri interessi, logiche e visioni,

²² Luca Dal Fabbro, ESG. La Misurazione della Sostenibilità, Rubbettino Editore. 2022. Pag.27

²³ WCED (1987), Report of the World Commission on Environment and Development "Our Common Future".

hanno dato vita al fenomeno chiamato *ESG approach*²⁴. La teoria di Porter e Kramer è figlia di un cambiamento nella prospettiva gestionale delle aziende. Nel 1970, l'economista Milton Friedman impostò le basi della Shareholders' Theory con cui si affermava la necessità per i manager di condurre le loro attività con l'obiettivo di perseguire un ritorno per gli azionisti e spettava loro definire se il ritorno desiderato fosse economico o sociale²⁵. Questa teoria ha portato all'idea del profitto ad ogni costo senza tenere in conto di quello che l'azienda sacrifica, portando a drastici tagli del personale e la riduzione degli investimenti in ricerca e sviluppo in quanto deleteri per i risultati economici di breve-termine. La realizzazione della Shareholders' Theory per molti anni ha portato la gente comune ad associare i mercati azionari a spirali di inganno, crudeltà e ricerca della ricchezza ad ogni costo. Gli ultimi 10 anni hanno tuttavia portato alla ribalta la cosiddetta Stakeholders' Theory postulata da Edward Freeman nel 1984 secondo cui un'azienda deve creare valore non solo per gli shareholder bensì per tutti gli stakeholder, come fornitori, clienti, distributori, comunità con cui essa si interfaccia²⁶. La teoria degli stakeholder non è una teoria contraria o opposta alla teoria degli azionisti, ma è semplicemente una visione più ampia dell'interesse

²⁴ Giacomo Petrini, Scegliere come misurare la sostenibilità. Linee guida ad una scelta consapevole dei metodi per misurare la sostenibilità aziendale. Edizione 1. Gennaio 2023.

²⁵ Carlo Giannone, Dobbiamo ancora credere alla teoria che esistano mercati azionari buoni? Il Sole24Ore, 30 novembre 2021.

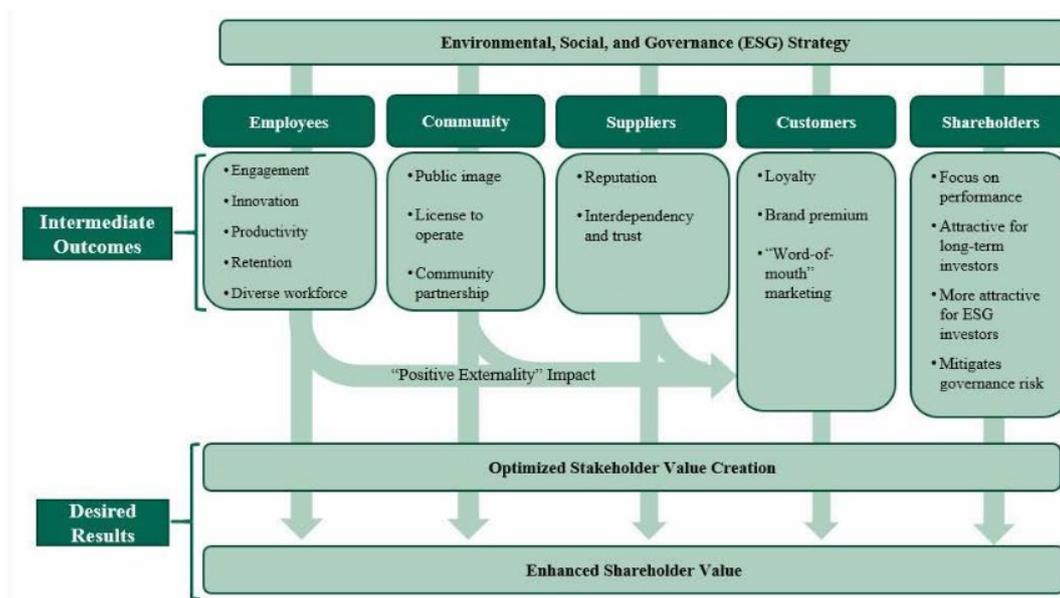
²⁶ Carlo Giannone, Dobbiamo ancora credere alla teoria che esistano mercati azionari buoni? Il Sole24Ore, 30 novembre 2021.

aziendale. Se il modello degli stakeholder rappresenta un modello emergente per la visione *strategica* di un'azienda, le metriche ESG possono essere utilizzate per valutare e misurare la performance aziendale e il suo relativo posizionamento su una serie di temi rilevanti per l'insieme più ampio di stakeholder aziendali nello stesso modo in cui i parametri finanziari valutano la performance aziendale per gli azionisti²⁷. Per illustrare l'intersezione tra la strategia ESG, il modello degli stakeholder e la creazione di valore aziendale è stata proposta la *catena di creazione del valore degli stakeholder* (figura 7) in cui si vedono i contributi dei singoli stakeholder al successo economico dell'azienda²⁸. Tutte le aziende devono sapere gli interessi a lungo termine dei propri stakeholder, infatti, effettuare investimenti a lungo termine per alcuni potrebbe rappresentare una sfida maggiore per le aziende in difficoltà economica rispetto a quanto lo sia per le aziende con le migliori performance.

²⁷ Ira Kay, Chris Brindisi e Blaine Martin, The Stakeholder Model and ESG, 01/09/20, Harvard Law School Forum on Corporate Governance.

²⁸ Ira Kay, Chris Brindisi e Blaine Martin, The Stakeholder Model and ESG, 01/09/20, Harvard Law School Forum on Corporate Governance.

Figura 7. La catena di creazione del valore degli stakeholder



Fonte: PAY GOVERNANCE LLC

È interessante notare che il moderno concetto di ESG ha preso forma a metà degli anni 2000, anche se i principi che stanno alla base risalgono a qualche decennio fa, se non secolo. Tutto dipende da dove si inizia a tracciare la linea temporale²⁹. Ad esempio, i miglioramenti delle condizioni di lavoro che ci sono stati durante la rivoluzione industriale, possono essere intesi come degli sforzi legati al fattore S e al fattore G. Nel corso del XX secolo ci sono state diverse campagne che hanno spinto le imprese verso pratiche commerciali più giuste e sostenibili. Tra queste si possono citare gli sforzi atti a fermare lo sfruttamento dei lavoratori, il

²⁹ Dan Byrne, what is the history of ESG? Corporate Governance Institute. Disponibile su <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/lexicon/what-is-the-history-of-esg/>

finanziamento di regimi oppressivi e l'introduzione di codici di corporate governance. Tutti questi avvenimenti hanno pienamente dimostrato che le istituzioni, gli investitori e i consumatori hanno riconosciuto la capacità con cui le imprese riescono ad incidere sull'ambiente e sulle comunità che le circondano.

Gli ESG derivano dalla teoria chiamata Triple bottom line, anche nota come PPP³⁰ (Planet, People, Profit) elaborata negli anni '90 del secolo scorso dal sociologo ed economista Jonh Elkington. Secondo lo studioso l'impresa svolgendo la sua normale attività non aveva solo il compito di generare profitti, ma anche quelli di creare e seguire delle *practices* volte a migliorare le condizioni ambientali e sociali. Da questo comincia a svilupparsi anche l'idea di rendicontare i risultati di carattere socio-ambientale, oltre che quelli di carattere economico-finanziario. Il concetto delle 3P era già stato elaborato a partire dagli anni '80 in cui veniva sottolineata l'importanza del rispetto da parte delle imprese della dignità umana e dell'uguaglianza per creare un ambiente lavorativo rispettoso e democratico. In seguito, ha iniziato a svilupparsi la teoria sulla leadership, in particolar modo la *servant leadership theory*, introdotta da Robert K. Greenleaf, in cui il *servant leader* si concentra principalmente sulla crescita e sul benessere delle persone e delle comunità a cui appartengono³¹. Il leader condivide il potere, mette al primo posto i bisogni degli altri e aiuta le persone a svilupparsi e a ottenere il massimo rendimento

³⁰ Luca Dal Fabbro, ESG. La misurazione della sostenibilità. Rubbettino Editore. 2022. Pag. 29.

³¹ Robert Greenleaf, The Servant as Leader. Greenleaf Center for Servant Leadership. 10 luglio 2012

possibile³². Questo fa sì che la governance all'interno dell'azienda sia percepita come un soggetto “amico” a cui viene riconosciuto il rispetto, la cura verso i lavoratori, l'equità e l'inclusione. Questi sviluppi, insieme alla logica delle 3P, costituiscono il fondamento della moderna concezione ESG, che non è altro una rielaborazione di ideologie passate, perciò, è difficile definire una data esatta nel quale si è iniziato a parlare di questi fattori.

L'affermazione vera e propria del termine ESG è avvenuta nel 2004 quando il Segretario della Nazioni Unite, Kofi Annan, all'interno del report *Who cares wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*³³, ha raccomandato l'integrazione dei principi ESG nel mercato dei capitali, al fine di avere mercati finanziari più forti e più resilienti, di contribuire allo sviluppo sostenibile, a porre maggiore attenzione agli stakeholders coinvolti e dare maggior fiducia alle istituzioni finanziarie. In seguito, si è messa in moto lo sviluppo delle prime normative che regolano l'integrazione delle tematiche ESG nei processi decisionali delle aziende e degli investitori.

³² Robert Greenleaf, *The Servant as Leader*. Greenleaf Center for Servant Leadership. 10 luglio 2012

³³ The Global Compact, *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to A Changing World: Recommendations by the financial industry to better integrate environmental, social and governance issues in analysis, asset management and securities brokerage*.

Il significato degli ESG e l'importanza delle tre dimensioni per la finanza, viene approfondito nel *Freshfields Bruckhaus Deringer Report*³⁴ dell'ottobre del 2005 il cui obiettivo era di fornire delle linee guida su come integrare le questioni ambientali, sociali e di governance nella politica di investimento, compresa l'asset allocation, la costruzione del portafoglio e la selezione di titoli o obbligazioni³⁵. Questo perché, sempre più leader aziendali devono confrontarsi con stakeholder che si aspettano di contribuire attivamente a risolvere le sfide globali. Inoltre, si è diffusa l'idea che la finanza debba fungere da catalizzatore per mobilitare le risorse verso imprese che hanno un impatto positivo sull'ambiente e sulla società³⁶. L'esigenza di contribuire ad una finanza sostenibile e di incoraggiare la responsabilità degli investitori non potevano non rientrare tra le priorità delle Nazioni Unite. Per questo nel 2006 vennero stilati i *Principles for Responsible Investment* (o PRI) con l'intento di favorire la diffusione dell'investimento sostenibile e la responsabilità tra gli investitori istituzionali. I sei principi rientrano nelle *soft-law*, perciò l'adesione è volontaria con l'obbligo di un report annuale³⁷

³⁴ Freshfields Bruckhaus Deringer – “*A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*”. Ottobre 2005.

³⁵ “*Significato di ESG: Environmental, Social e Governance*” – esgnews – 1° maggio 2023. Disponibile su <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/esg-definizione-e-significato-di-environmental-social-e-governance/>

³⁶ ESG NEWS, Significato di ESG: Environmental, Social e Governance, 01/05/23. Disponibile su <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/esg-definizione-e-significato-di-environmental-social-e-governance/>

³⁷ PRI, Public signatory reports, disponibili su <https://www.unpri.org/signatories/reporting-and-assessment/public-signatory-reports>

sulle politiche di investimento osservate. Di questi, tre riguardano i criteri ESG, in particolare, l'adesione richiede di:

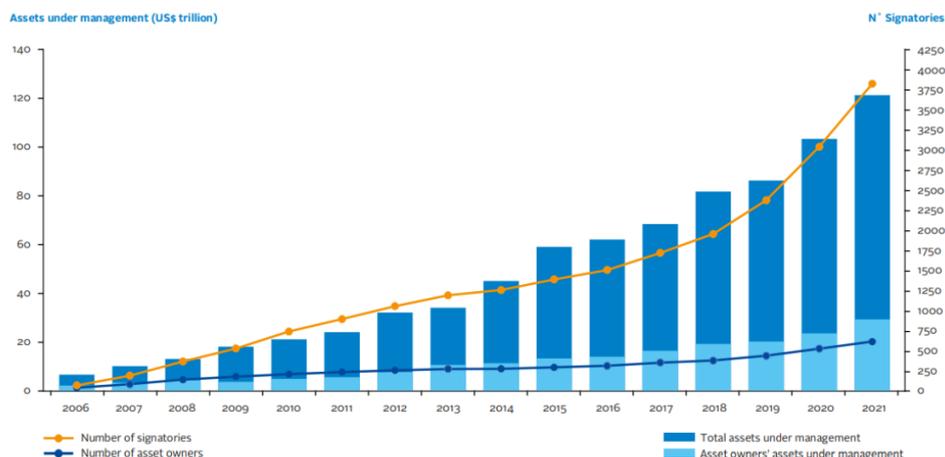
- Incorporare i parametri ESG nell'analisi finanziaria e nei processi decisionali d'investimento
- Essere azionisti attivi e incorporare i parametri ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato
- Esigere una rendicontazione sui parametri ESG da parte delle aziende oggetto di investimento³⁸.

Dal 2006 al 2021 la crescita della rete dei firmatari è notevolmente cresciuta (figura 8), arrivando a quasi 4000 sottoscrittori istituzionali, che con i loro investimenti coprono circa un quarto del Asset Under Management globale. L'aumento avvenuto negli anni deriva da due fattori. Il primo riguarda la maggiore consapevolezza degli effetti negativi, a seguito delle crisi del 2007 e 2008, dovuti alla poca attenzione al tema della governance. Il secondo, invece, riguarda il tema ambientale legato alla maggiore percezione del rischio climatico e del progressivo esaurimento delle materie prime energetiche³⁹.

³⁸ PRI, what are the Principles for Responsible Investment? Disponibile su <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

³⁹ Alice Martini, Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union, 07 April 2021, Environment, Development and Sustainability: A Multidisciplinary Approach to the Theory and Practice of Sustainable Development. Volume 23, pagina 16875.

Figura 8. PRI growth 2006-2021



Fonte: PRI growth 2006-2021. Disponibile su [About the PRI | PRI Web Page | PRI \(unpri.org\)](#)

Il quadro degli ESG si è via via consolidato a livello comunitario, attraverso specifiche norme vincolanti (o *hard law*), come ad esempio la Direttiva (CE) 2009/52, che prevede le norme minime in materia di sanzioni e misure contro i datori di lavoro di cittadini di paesi terzi soggiornanti illegalmente, adottate per affrontare i numerosi problemi causati dal lavoro non dichiarato⁴⁰. Un altro esempio è la Direttiva (UE) sulla rendicontazione non finanziaria (2014/95/UE) che impone alle società di includere dichiarazioni non finanziarie nelle loro relazioni annuali, comprese informazioni sulla protezione ambientale, sulla responsabilità sociale e sul trattamento dei dipendenti, rispetto dei diritti umani, lotta alla corruzione e alle tangenti, diversità nei Consigli di amministrazione delle società. Uno snodo

⁴⁰ Direttiva 2009/52/ce del parlamento europeo e del consiglio del 18 giugno 2009. Gazzetta ufficiale dell'Unione europea

cruciale è rappresentato dall'adozione dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite e dall'Accordo di Parigi nel 2015, anno in cui gli interessi degli investitori per le questioni ESG hanno iniziato ad aumentare. Il 2015 ha rappresentato un crocevia verso una sostenibilità più strutturata, in particolare in ambito finanziario⁴¹. Da allora, la strategia generale dell'UE ha iniziato ad essere sempre più focalizzata sullo sviluppo sostenibile, facendo leva sul ruolo svolto da investitori privati e imprese per affrontare le sfide e le crisi globali e mobilitarsi attraverso una serie di normative specifiche.

Fra le ultime linee guida in merito ai fattori ESG c'è l'*Action plan on sustainable finance* adottato dalla Commissione Europea nel marzo del 2018. Nel piano di azione si raccomandano dieci azioni da intraprendere a livello europeo per favorire la canalizzazione degli investimenti finanziari verso un'economia maggiormente sostenibile, considerare la sostenibilità nelle procedure per la gestione dei rischi e rafforzare la trasparenza e gli investimenti di lungo periodo⁴² (figura 9). In particolare, viene richiesta l'integrazione dei criteri ESG da parte delle società di *rating* e all'integrazione dell'approccio ESG nel lungo periodo e nei processi decisionali dei Consigli di amministrazione. Una delle novità è la creazione di un

⁴¹ Leonardo Boni e Mario Calderini, Interpretazione strategica del quadro normativo UE per lo sviluppo sostenibile nel settore della finanza: il ruolo chiave della misurazione d'impatto. Rivista Corporate Governance, G. GIAPPICHELLI EDITORE, Torino, Fascicolo 1 del 31/03/2022.

⁴² CONSOB – *Il piano di azione per la finanza sostenibile*, 2018.

sistema di classificazione unificato, chiamato Tassonomia Europea, che determina se un'attività economica può essere considerata “sostenibile” o “verde”. Questo strumento è stato creato con l'obiettivo di facilitare e aumentare gli investimenti sostenibili ed eliminare il *greenwashing*, cioè una pratica che vede le aziende fornire informazioni ingannevoli sulla sostenibilità dei loro prodotti o servizi.

Figura 9. Piano d'azione per la finanza sostenibile



Fonte: Rielaborazione propria del Piano d'azione.

Una volta descritti i tasselli evolutivi principali passati, quali saranno le prospettive future degli investimenti ESG considerando gli avvenimenti più recenti? L'ESG è a un bivio. Gli stakeholder hanno aspettative e priorità diverse. Gli standard stanno cambiando e le leggi prescrivono attività e divulgazioni diverse. Le definizioni di ESG variano a seconda degli organismi di standardizzazione, delle organizzazioni di rating, dei regolatori, dei legislatori e dei gruppi di tutela degli investitori⁴³. La

⁴³ Jeff Levinson & Ashley Walter, ESG is at a crossroads, 2023. Disponibile su <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/news/esg-is-at-a-crossroads/>

crisi energetica dovuta al conflitto russo-ucraino ha penalizzato gli investimenti ESG, ma allo stesso tempo ha ricordato agli investitori e ai governi l'importanza di una transizione green, riducendo la dipendenza dal combustibile fossile russo entro il 2030. Il conflitto, la crisi energetica in Europa e l'impennata dell'inflazione sono stati delle sfide per i fondi sostenibili. Tuttavia, nel lungo termine, si prevede un'accelerazione verso l'energia pulita e questo gioca a favore degli investimenti ESG⁴⁴. A livello normativo, la commissione europea ha presentato un nuovo pacchetto di misure per rafforzare il quadro UE sulla finanza sostenibile. Sono state ampliate le attività della tassonomia e proposto nuove regole per le agenzie che forniscono rating ambientali, sociali e di governance (ESG) al fine di aumentare la trasparenza sul mercato degli investimenti sostenibili⁴⁵.

Nel 2024 diventa sempre più chiaro che la sostenibilità non è più un'opzione secondaria per le aziende, ma è diventato un imperativo, infatti, le tendenze riflettono un mondo imprenditoriale in cui la responsabilità ambientale e sociale va di pari passo con l'innovazione⁴⁶. Questo accade per le aziende vogliono anticipare e adattarsi alle nuove tendenze non solo per avere una posizione che le favorisce

⁴⁴ Richard Flax, Prospettive 2023-2033. Perché il 2023 è un buon momento per investire. Febbraio 2023. Disponibile su https://esgnews.it/focus/opinioni/prospettive-2023-2033-perche-il-2023-e-un-buon-momento-per-investire/#Il_ruolo_degli_investimenti_ESG

⁴⁵ Commissione UE: nuovo pacchetto di misure su finanza sostenibile. Disponibile su <https://esgnews.it/regulator/commissione-ue-nuovo-pacchetto-di-misure-su-finanza-sostenibile/>

⁴⁶ Aplanet, Tendenze della sostenibilità per il 2024: quello che le aziende devono sapere, 2/11/2023.

contro le sfide future, ma per distinguersi come leader di mercato. Alcune tendenze chiave del 2024 sono ad esempio, la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) che amplia e rafforza gli obblighi di rendicontazione della sostenibilità, rappresentando un cambiamento significativo nel modo in cui le aziende comunicano le loro pratiche e performance ESG, oppure, la tecnologia *Climate-Positive* che, a differenza delle soluzioni che cercano semplicemente di ridurre l'impatto negativo sull'ambiente, cercando di generare un impatto netto positivo sul clima, implementando soluzioni che invertono il danno ambientale⁴⁷.

1.3 I TRE PILASTRI

L'evoluzione che hanno avuto i tre fattori non è stata graduale negli anni, ma ognuno ha avuto degli sviluppi diversi in base alle diverse normative, direttive e momenti storici. La Dichiarazione universale dei diritti dell'uomo del 1948 e il Patto internazionale in materia economica del 1966 hanno stabilito il primo quadro normativo del fattore S legati alla tutela dei diritti umani, sociali e culturali. Questi atti anche se non vincolanti (*soft law*) hanno rappresentato una pietra miliare del percorso dei fattori ESG, che si è poi ulteriormente sviluppato negli anni '90 con un focus sulle tematiche ambientali e, negli ultimi anni sulla governance⁴⁸.

⁴⁷ Aplanet, Tendenze della sostenibilità per il 2024: quello che le aziende devono sapere, 2/11/2023.

⁴⁸ Leonardo Boni e Mario Calderini, Interpretazione strategica del quadro normativo UE per lo sviluppo sostenibile nel settore della finanza: il ruolo chiave della misurazione d'impatto. Rivista Corporate Governance, G. GIAPPICHELLI EDITORE, Torino, Fascicolo 1 del 31/03/2022.

1.3.1 Il criterio ambientale

Environmental pone l'attenzione sui potenziali rischi che le imprese possono originare nei confronti degli ecosistemi, dell'ambiente e della salute umana. Da tempo le questioni ambientali dominano la scena politica ed economica globale, ma con la ratifica dell'Accordo di Parigi a seguito della COP 21 nel 2015, in cui i paesi hanno rinnovato il loro impegno a favore dell'azione per il clima e hanno concordato nuovi obiettivi per accelerare gli sforzi intesi a limitare il riscaldamento globale⁴⁹, la lotta al cambiamento climatico è stata maggiormente affrontata con l'obiettivo di limitare il riscaldamento climatico. In particolar modo, l'accordo prevede di mantenere l'aumento della temperatura media mondiale ben al di sotto di 2 °C, di aumentare la capacità di adattamento agli effetti negativi dei cambiamenti climatici promuovendo la resilienza climatica e lo sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra ed infine rendere i flussi finanziari coerenti con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas a effetto serra e resiliente al clima⁵⁰. Da allora sempre più organizzazioni ripongono una certa attenzione ai fattori ambientali, che si riferiscono agli impatti di un'azienda sull'ambiente⁵¹. Tra questi, ci sono le emissioni dirette e indirette di gas serra, la sicurezza alimentare, la gestione delle risorse naturali da parte del management e la

⁴⁹ Consiglio dell'UE e del Consiglio europeo. Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici.

⁵⁰ Gazzetta ufficiale dell'Unione europea. Accordo di Parigi. 19/10/2016.

⁵¹ Esgnews, Significato di ESG: Environmental, Social e Governance, 01/05/2023. Disponibile <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/esg-definizione-e-significato-di-environmental-social-e-governance/#Environmental>

resilienza dell'azienda nei confronti dei rischi climatici fisici (come i cambiamenti climatici, la perdita di biodiversità, le inondazioni, gli incendi). In sostanza, in questa dimensione si trovano tutte le iniziative e le azioni delle imprese che hanno come obiettivo quello di ridurre il proprio impatto sull'ambiente. Questo ha fatto sì che il criterio ambientale è maggiormente standardizzato a livello globale rispetto al sociale e alla governance. Questo perché, oltre ad avere una posizione di maggiore interesse, specialmente riguardo le emissioni carboniche e il contrasto al cambiamento climatico, è misurabile scientificamente, non dipendendo dalla singola azienda, dal contesto sociale o dalle influenze politiche.

Peraltro, l'Europa si è posta la sfida di divenire il primo continente con impatto climatico zero, per raggiungere la neutralità climatica e a tal proposito ha realizzato un insieme di misure per creare un equilibrio tra le emissioni e l'assorbimento di carbonio, investendo, per esempio, nelle energie rinnovabili o nell'efficienza energetica. Sulla base di queste premesse, nel novembre del 2019, la Commissione europea ha presentato il *Green Deal* o *Patto verde Europeo* che mira a trasformare l'Unione in una società giusta e prospera, dotata di un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva che a partire dal 2050 non genererà più emissioni nette di gas a effetto serra⁵². La portata e la levatura degli obiettivi che si

⁵² Commissione europea – Una strategia industriale per un'Europa competitiva, verde e digitale. Disponibile su https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/industry-and-green-deal_it

intende raggiungere sono tali da portare la presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen ad affermare che questo è il momento dell'uomo europeo sulla luna⁵³, dato che l'Europa sarebbe il primo continente a raggiungere la piena neutralità climatica. Nel luglio del 2021 è stata presentata una serie di proposte per far sì che tutti i settori dell'economia fossero all'altezza di questa sfida e grazie al pacchetto legislativo *Pronti per il 55%*, l'Ue potrà raggiungere tale obiettivo entro il 2030 in modo equo, competitivo ed efficiente in termini di costi. Attraverso questa manovra, l'Europa si è dotata di obiettivi climatici giuridicamente vincolanti che riguardano tutti i settori chiave dell'economia. In particolare, l'industria è un settore di massima importanza⁵⁴. L'UE punta a rendere le sue industrie più competitive a livello mondiale e ad aumentarne l'autonomia e la resilienza per guidare le transizioni verso la neutralità climatica e la leadership digitale. L'obiettivo è far sì che l'industria dell'UE diventi un acceleratore e un motore di cambiamento, innovazione e crescita. Per raggiungere gli obiettivi posti dal Green Deal è fondamentale l'ecoinnovazione, cioè qualsiasi forma d'innovazione che si traduce o mira a tradursi in progressi significativi e dimostrabili verso l'obiettivo dello sviluppo sostenibile, riducendo le incidenze negative sull'ambiente, aumentando la resistenza alle pressioni ambientali o

⁵³ Frédéric Simon, EU Commission unveils 'European Green Deal': The key points, 11/12/2019. Disponibile su: <https://www.euractiv.com/section/energy-environment/news/eu-commission-unveils-european-green-deal-the-key-points/>

⁵⁴ Commissione Europea. Politica industriale dell'UE. Disponibile su <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/eu-industrial-policy/>

conseguendo un uso più efficace e responsabile delle risorse naturali.⁵⁵. L'ecoinnovazione nelle aziende porta a ridurre i costi, migliorare la capacità di cogliere nuove opportunità di crescita e migliorare la loro reputazione tra i clienti. L'ecoinnovazione è quindi un potente strumento per proteggere l'ambiente con un impatto positivo sull'economia e sulla società⁵⁶. Questa viene valutata attraverso l'indice di ecoinnovazione che è un indicatore composito basato su cinque dimensioni: input di ecoinnovazione, attività di ecoinnovazione, risultati di ecoinnovazione, risultati di efficienza delle risorse e risultati socioeconomici. La performance in ciascuna di queste dimensioni viene misurata utilizzando indicatori pertinenti, pubblicati, ad esempio, da Eurostat, dall'Agenzia europea dell'ambiente e OCSE⁵⁷. Dall'analisi fatta dalla Commissione europea sull'evoluzione dell'indice dal 2013 al 2022 (Figura 10) si vede un aumento costante negli anni e ciò è stato determinato principalmente dal miglioramento dell'efficienza delle risorse, in particolare nella produttività delle emissioni di gas serra. Si prevede che questo aumento costante negli ultimi anni continuerà, poiché il Green Deal europeo ha fissato obiettivi ambiziosi legati all'ambiente e al clima e le iniziative ad esso

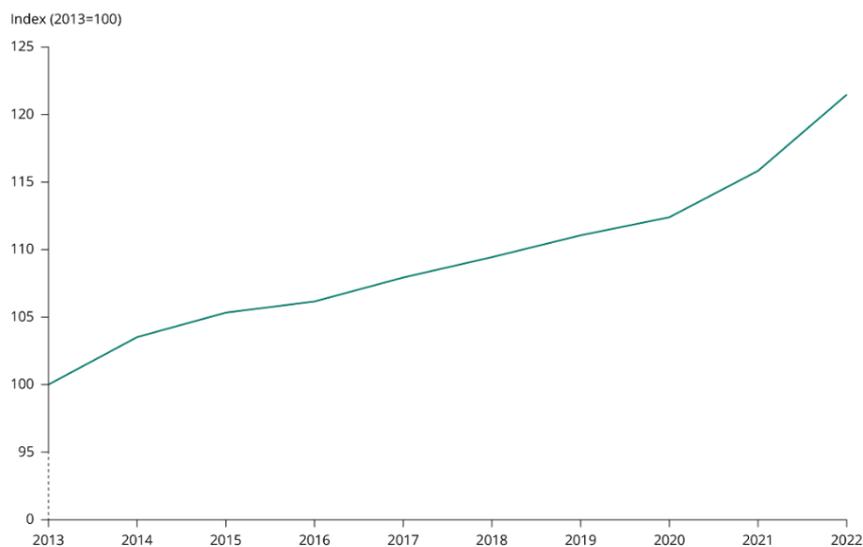
⁵⁵ Commissione Europea. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "*Innovazione per un futuro sostenibile: il piano d'azione per l'ecoinnovazione*". 15 dicembre 2011.

⁵⁶ European Commission. *Eco-Innovation at the heart of European policies*. Disponibile su https://green-business.ec.europa.eu/eco-innovation_en

⁵⁷ European Environment Agency (EEA). *Eco-innovation index*. 27 aprile 2023. Disponibile su <https://www.eea.europa.eu/en/analysis/indicators/eco-innovation-index-8th-eap?activeAccordion=ecdb3bcf-bbe9-4978-b5cf-0b136399d9f8#footnote-PN4Q3GXC>

associate molto probabilmente creeranno condizioni favorevoli per una maggiore ecoinnovazione.

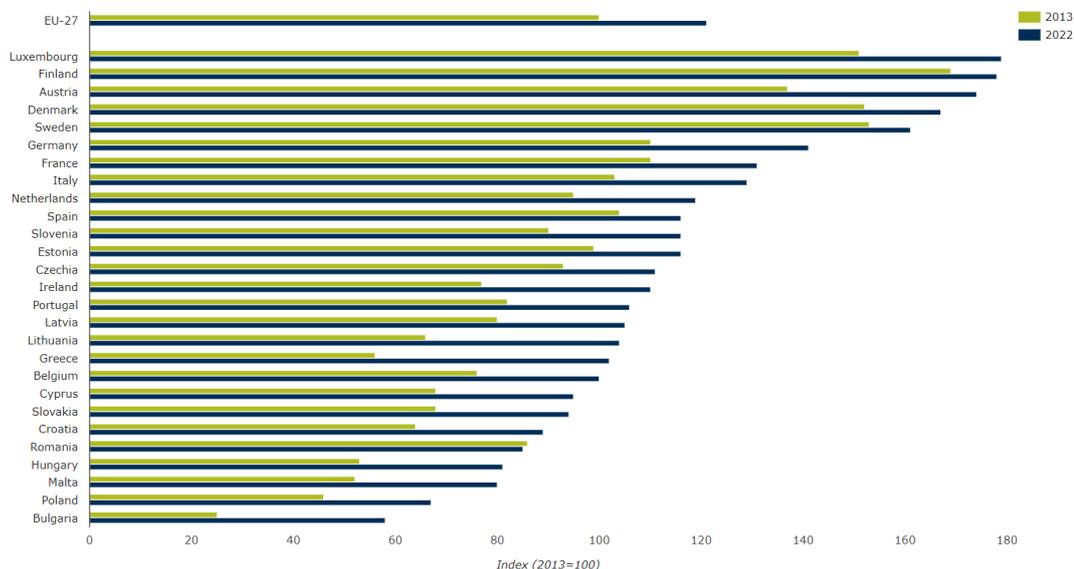
Figura 10. Indice di ecoinnovazione UE 27 (2013-2022)



Fonte: European Environment Agency (EEA).

In termini di performance di ecoinnovazione dei singoli Stati membri dell'UE nel 2013 e nel 2022 (Figura 11), i paesi nordici, come Lussemburgo e Austria hanno ottenuto i risultati migliori, mentre per tutti gli Stati membri dell'UE si sono registrati dei buoni risultati anche superiori alla media dell'UE-27.

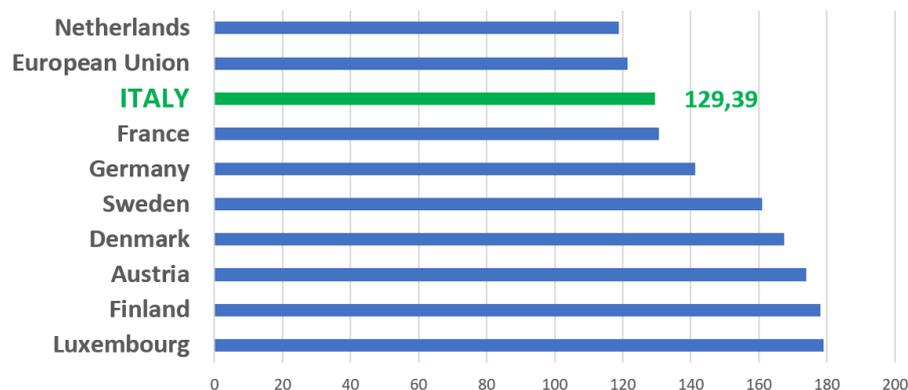
Figura 11. Indice di ecoinnovazione per stato membro (2013 – 2022)



Fonte: European Environment Agency (EEA).

Facendo un focus sull'Italia, è possibile notare che rientra tra il gruppo delle leader dell'ecoinnovazione, pur essendo ancora lontana dai picchi registrati dagli scandinavi, si posiziona nella parte superiore della distribuzione, con un punteggio superiore a Spagna, Irlanda e Belgio e non distante da Francia e Germania, come mostra la figura 12.

Figura 12. European Eco-Innovation Leader group scoreboard



Fonte: European Commission (con rielaborazione propria).

Dall’Italy Country report⁵⁸ risulta che gli indicatori di ecoinnovazione più efficaci sono la produttività dei materiali e delle emissioni di gas serra, mentre i più deboli sono legati ai brevetti e alle esportazioni di beni e servizi ambientali. Un altro fatto che ha giocato a favore dell’ambiente in Italia, a seguito della pandemia del Covid-19, è stato il manifesto “Uscire dalla pandemia con un nuovo Green Deal per l’Italia” firmato da 110 esponenti di imprese rilevanti. Dal documento traspare che nuovo Green Deal è una via innovativa da percorrere per la rinascita dell’Italia, perché valorizza le migliori potenzialità, dalla qualità della produzione sempre più “verde” alla decarbonizzazione e all’efficienza energetica. Un nuovo *Green Deal* consentirebbe di sfruttare le sue potenzialità in settori come le energie rinnovabili, la mobilità decarbonizzata e l’efficienza energetica, servendosi di pacchetti di

⁵⁸ Francesco Iadecola. Eco-Innovation Country Profile 2022: Italy.

stimolo all'economia che non prevedono un eccessivo trasferimento di costi nel futuro⁵⁹.

Spostandoci nel contesto delle imprese europee, la Corporate Knights, che è una B-Corp leader nel settore dei media e della ricerca sull'economia sostenibile, ha stilato la classifica delle 100 aziende⁶⁰ più sostenibili del 2023, in cui quarantuno sono aziende europee. Tra le top dieci ci sono solo due aziende europee, una del settore della produzione di macchinari e l'altra nei servizi IT, che hanno dimostrato uno spirito più *green*, fornendo una strategia aziendale volta alla transizione sostenibile. Il primo caso riguarda la Siemens Gamesa Renewable Energy (8°), con sede in Spagna, che è diventata *carbon neutral* nel 2019 e nel 2020 è stata alimentata al 100% da energia rinnovabile⁶¹. Il secondo caso riguarda la Dassault Systemes (10°) che ha un approccio alla mitigazione del cambiamento climatico che seleziona luoghi di lavoro eco-efficienti, acquista energia a basse emissioni di carbonio e implementa la policy *Travel Smarter, Travel Greener*, oltre che lo smart working. Inoltre, hanno fissato degli obiettivi (scope) per ridurre le emissioni di gas serra e

⁵⁹ Manifesto Uscire dalla pandemia con un nuovo green deal per l'Italia.

⁶⁰ Corporate Knights. 100 most sustainable companies of 2023 still flourishing in tumultuous times. Gennaio 2023

⁶¹ Informazioni disponibili su <https://www.siemensgamesa.com/sustainability/environment>

le relative metriche per il loro raggiungimento⁶² che sono stati approvati dalla Science-Based Targets Initiative (SBTi).

Un ultimo tassello che ha posto maggiore importanza al fattore ambientale è la COP28 tenutasi a Dubai a dicembre 2023, in cui l'UE e i suoi Stati membri hanno assunto un ruolo guida nella conclusione di un accordo globale volto ad aumentare l'ambizione in materia di clima e i finanziamenti per il clima nonché a fissare nuovi obiettivi globali in materia di energia⁶³. In particolare, sono stati tre i punti focali della conferenza: la realizzazione del primo bilancio globale nel quadro dell'accordo di Parigi, che ha misurato i progressi compiuti verso il conseguimento degli obiettivi climatici stabiliti dall'accordo; le parti hanno convenuto di presentare i loro piani aggiornati per il clima per il 2035 e per questo è stato concordato un quadro per un obiettivo globale di adattamento; e il fermo impegno a realizzare l'obiettivo di 100 miliardi di dollari fissato dall'accordo di Parigi, infatti, in occasione della COP 28 l'UE e i suoi Stati membri si sono impegnati a stanziare più della metà dei finanziamenti iniziali per il fondo per le perdite e i danni, cioè oltre 400 milioni di euro⁶⁴.

⁶² Informazioni disponibili su <https://www.3ds.com/about/corporate-responsibility/sustainability-commitment/esg-management/environment>

⁶³ Consiglio Europeo, Consiglio dell'Unione Europea, COP 28, 19/12/2023.

⁶⁴ Consiglio Europeo, Consiglio dell'Unione Europea, COP 28, 19/12/2023.

1.3.2 Il criterio sociale

Social si riferisce alle relazioni dell'organizzazione con gli stakeholder interni ed esterni, diretti e indiretti. In questo caso si va a comprendere il contributo che l'azienda offre ai cambiamenti delle condizioni di lavoro, alla lotta contro la povertà, alle diseguaglianze di genere. Tra i fattori che possono essere utili per misurare il livello di sostenibilità sociale ci sono metriche di gestione del capitale umano, come i salari equi o le misure di welfare, il grado di *diversity & inclusion*, oltre che gli impatti diretti dell'impresa sulla comunità in cui opera⁶⁵. In quest'ultimo caso si fa riferimento alla licenza sociale di un'azienda, soprattutto quando si fa riferimento ad attività estrattive in comunità in via di sviluppo, definita come l'accettazione o l'approvazione da parte delle comunità locali e degli stakeholder delle aziende e delle loro operazioni. È condiviso che questa sia fondamentale per la sua sostenibilità e successo a lungo termine di un'azienda⁶⁶. Per ottenere e mantenere una licenza sociale, le aziende devono dimostrare che le comunità stanno meglio grazie alla loro presenza in un'area. Ciò richiede non solo la mitigazione degli impatti ambientali, ma anche la mitigazione degli impatti sociali, un coinvolgimento efficace e inclusivo della comunità, l'integrazione delle

⁶⁵ Esgnews, Significato di ESG: Environmental, Social e Governance, 01/05/2023. Disponibile su <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/esg-definizione-e-significato-di-environmental-social-e-governance/>

⁶⁶ Nick Pelosi e Rebecca Adamson, Managing the “S” in ESG: The Case of Indigenous Peoples and Extractive Industries, Journal of Applied Corporate Finance. Volume 28. 2016

leggi e delle norme internazionali sui diritti umani e il sostegno allo sviluppo sostenibile della comunità.

Pertanto, quando si parla di sostenibilità, non si può far riferimento solo all'aspetto ambientale, ma bisogna ragionare in un senso di integrazione in cui la crescita economica, la coesione sociale e la tutela dell'ambiente vanno di pari passo⁶⁷. La maggior parte delle definizioni della responsabilità sociale delle imprese descrivono questo concetto come l'integrazione volontaria delle preoccupazioni sociali ed ecologiche delle imprese nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate. Essere *socialmente responsabili* significa non solo soddisfare pienamente gli obblighi giuridici applicabili, ma investire di più nel capitale umano, nell'ambiente e nei rapporti con le altre parti interessate. L'applicazione di norme sociali che superano gli obblighi giuridici fondamentali, ad esempio nel settore della formazione, delle condizioni di lavoro o dei rapporti tra la direzione e il personale, può avere un impatto diretto sulla produttività. In questo modo si può gestire il cambiamento e di conciliare lo sviluppo sociale e una maggiore competitività⁶⁸.

⁶⁷ Commissione Delle Comunità Europee. Libro Verde. Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese. Bruxelles, 18/07/2001.

⁶⁸ Commissione Delle Comunità Europee. Che cos'è la responsabilità sociale delle imprese?

L'insieme di attività e strategie riferite alle responsabilità di un'azienda nei confronti di più parti interessate, come i dipendenti e la comunità nel suo complesso, rappresenta la *Corporate Social Performance* (o CSP). Nelle prime iterazioni del concetto nel XX secolo, la CSP era ampiamente considerata come una sorta di *noblesse oblige*⁶⁹, cioè un obbligo delle potenti aziende di “restituire” facendo beneficenza e servizio alla comunità. Negli anni '60 e '70 iniziò lo studio accademico delle relazioni tra impresa e società e durante questi anni l'enfasi si spostò sulla limitazione o eliminazione delle conseguenze negative delle attività imprenditoriali, nonché all'utilizzo delle vaste risorse del business per risolvere problemi sociali impellenti come il razzismo, la povertà e il degrado urbano. Gli anni '80 e '90 hanno visto un consolidamento delle posizioni teoriche, anche a livello normativo, sul CSP, nonché un'esposizione più definitiva delle sue relazioni con la performance finanziaria aziendale. Nel XXI secolo, la teoria e la ricerca hanno dimostrato che il concetto di CSP è dinamico, multidimensionale e diventando il concetto che conosciamo al giorno d'oggi⁷⁰. La responsabilità sociale di un'impresa ha due dimensioni:

- Interna che riguarda la valorizzazione delle risorse umane, attraverso la promozione di misure di pari opportunità, di istruzione e di formazione dei dipendenti, la sicurezza nel lavoro e di salute, l'adattamento alle trasformazioni

⁶⁹ Donna J. Wood. Corporate Social Performance. 14 dicembre 2022.

⁷⁰ Donna J. Wood. Corporate Social Performance. 14 dicembre 2022.

dovute alla chiusura di un'impresa o massicci licenziamenti che possono provocare una crisi economica, sociale o politica grave in una comunità e la gestione degli effetti sull'ambiente e delle risorse naturali.

- Esterna, cioè al di là del perimetro dell'impresa, quando interagisce con la comunità locale e coinvolge, oltre ai lavoratori dipendenti e agli azionisti, un ampio ventaglio di parti interessate, come i partner commerciali e fornitori, clienti, poteri pubblici e ONG. Quest'ultima si sostanzia, tramite l'adozione di clausole contrattuali di buona fede o attraverso strumenti di autoregolamentazione aziendale come i codici di condotta, che spesso riportano norme volte alla protezione dei diritti umani, al benessere della società civile in generale.

A livello normativo, nel 1998 il Consiglio europeo ha creato un gruppo di esperti sulle implicazioni economiche e sociali delle trasformazioni industriali che invitava le imprese con più di 1.000 dipendenti a pubblicare di propria iniziativa una *relazione sulla gestione del cambiamento*, che ha come oggetto l'occupazione e le condizioni di lavoro, con previsioni sullo sviluppo del dialogo sociale, l'istruzione, la formazione, la sicurezza del personale e l'uguaglianza di genere⁷¹. Lo standard di creazione di condizioni di lavoro ottimali nell'impresa riconosciuto a livello

⁷¹ Commissione delle comunità europee, Libro Verde. Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese. Bruxelles, 18/07/2001.

mondiale, invece, è rappresentato dalla Certificazione Etica SA 8000 che risponde alle esigenze delle organizzazioni che vogliono distinguersi per il loro impegno nello sviluppo sostenibile, con particolare attenzione alle tematiche sociali. La certificazione viene redatta dal Social Accountability International che si basa su principi internazionali in materia di diritti umani e dei lavoratori⁷². L'attenzione delle imprese alla dimensione sociale sembra quasi una via obbligata per il futuro, infatti, sono chiamate a mostrare il “volto umano” dell'azienda e tutti gli aspetti che hanno a che fare con i progetti sociali e ambientali. Questa è figlia del progresso sociale che interessa i singoli stati, che può essere calcolato con il Social Progress Index che misura la capacità di una nazione di soddisfare i cittadini in ambito sociale e ambientale, mettendo in secondo piano l'aspetto economico⁷³. Secondo il report 2022 del Social Progress Imperative⁷⁴, il nostro paese rientra nel secondo

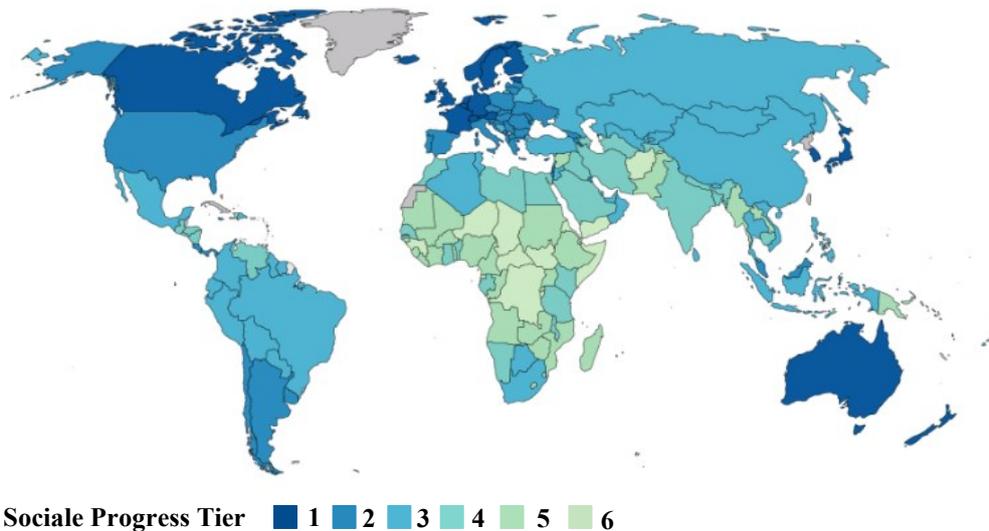
⁷² Social Accountability International, SA8000:2014 Standard. Informazioni disponibili su <https://sa-intl.org/it/resources/sa8000-standard/>

⁷³ Social Progress Imperative, Framework. Disponibile su <https://www.socialprogress.org/framework-0/>

⁷⁴ Social Progress Imperative. 2022 Social Progress Index. Disponibile su <https://www.socialprogress.org/global-index-2022overview/>

livello per progresso sociale (Figura 13), con un aumento dell'indice da 81.38 a 85.23 tra il 2011 e il 2022 (Figura 14).

Figura 13. Social Progress Index mondiale



Fonte: Social Progress Imperative

Figura 14. Social Progress Index italiano



Fonte: Social Progress Imperative. Rielaborazione grafica

1.3.3 Il criterio governance

La dimensione *Governance* si riferisce alla cornice istituzionale che guida e gestisce l'impresa. In questo aspetto rientrano le policy, i codici di condotta, l'organizzazione di governo di un'impresa e tutti gli strumenti introdotti per allineare i risultati di sostenibilità, come gli incentivi dei top manager e dei consiglieri di amministrazione sono allineati alle aspettative degli stakeholder, come vengono considerati e rispettati i diritti degli azionisti e quali tipi di controlli interni esistono per promuovere la trasparenza e la responsabilità della leadership⁷⁵. Le aziende più attente alla sostenibilità della propria governance in genere adottano un Codice Etico, in cui sono contenuti i diritti, i doveri e responsabilità dell'ente nei confronti di tutti gli stakeholder. Un altro parametro è l'analisi degli obiettivi di sviluppo sostenibile che vengono presi in considerazione dalla società. Alla luce di quest'ultimi, vengono codificati nei codici etici o nei modelli di organizzazione, di gestione e di controllo delle imprese, contribuendo a creare la *corporate social responsibility*.

A livello normativo, il primo codice di condotta italiano, noto come Codice Preda, fu redatto nel 1999 dal Comitato per la Corporate Governance e promosso dalla Borsa Italiana S.p.A., in cui c'erano una serie di raccomandazioni non vincolanti che rappresentavano modelli di *best practice* per la l'organizzazione e il funzionamento.

⁷⁵ Esgnews. Significato di ESG: Environmental, Social e Governance, 01/05/23. Disponibile su <https://esgnews.it/focus/analisi-e-approfondimenti/esg-definizione-e-significato-di-environmental-social-e-governance/>

Pur non essendo vincolanti, le società quotate dovevano tenere informati sia il mercato sia i propri azionisti in merito alla propria struttura di governance ed al grado di adesione al Codice⁷⁶. Questo è stato poi rivisto negli anni con l'ultima edizione nel 2020 in cui viene introdotto il concetto di sostenibilità posta al centro dei compiti dei Consigli di amministrazione, che rendono le società meno rischiose e più profittevoli, considerando l'impatto dell'attività, i suoi rischi e non solo la creazione di valore a beneficio degli azionisti, ma anche gli interessi degli stakeholder rilevanti, in una logica di lungo periodo⁷⁷. Una buona *governance* per essere definita tale deve sapere massimizzare il valore nel lungo termine, innescando un circolo virtuoso in grado di ripercuotersi positivamente sugli altri stakeholders⁷⁸. In questo modo, la disciplina societaria italiana ha incoraggiato un'evoluzione sempre più *sustainability oriented*, anche se è opportuna una partecipazione del nostro ordinamento alle iniziative europee per la costruzione di un modello europeo d'impresa attraverso l'adozione di misure normative efficaci e proporzionate⁷⁹.

L'approccio di un'azienda verso la sostenibilità prevede tre macro-variabili: la governance della sostenibilità, cioè gli organi e i meccanismi del processo

⁷⁶ Borsa Italiana, Glossario finanziario - codice preda.

⁷⁷ Francesco D. Attisano, La centralità della sostenibilità nella corporate governance del terzo millennio. 09/03/20. Disponibile su <https://www.riskcompliance.it/news/la-centralita-della-sostenibilita-nella-corporate-governance-del-terzo-millennio/>

⁷⁸ Comitato per la Corporate Governance delle società quotate.

⁷⁹ Rapporto "Assonime". *Doveri degli amministratori e sostenibilità*. 18/03/2021

decisionale, come le forme di governance della sostenibilità e dialogo con gli stakeholder aziendali; le politiche di sostenibilità, quindi obiettivi e le iniziative per dare forma al proprio impegno e soddisfare le aspettative degli stakeholder aziendali; e il management della sostenibilità, cioè i soggetti e i processi organizzativi che «traducono» a livello gestionale le politiche di sostenibilità, come il sustainability manager o il comitato manageriale di sostenibilità⁸⁰. I temi più rilevanti che vengono presi in considerazione per giudicare la governance sono la diversità del CdA, l'etica, la conformità alle normative ESG, la rendicontazione e divulgazione degli ESG, la parità di genere e la tutela delle minoranze all'interno dell'impresa. Per quest'ultimo aspetto è nata ad esempio la *best practice* chiamata *whitewashing*, ossia una forma di tutela delle minoranze nel momento in cui la società attua operazioni con parti correlate che potrebbero determinare risvolti negativi nei loro confronti. L'assemblea degli azionisti del 13 gennaio 2016 della Tod's, per conformarsi alla prassi internazionale, ad esempio, ha presentato una delibera di *whitewashing* in occasione dell'approvazione dell'aumento di capitale⁸¹. Un altro esempio che riguarda un tema indice di una buona governance è la diversità dei CdA. Secondo uno studio condotto da BNP Paribas Asset Management, il numero di donne nei Consigli di amministrazione è aumentato dell'8% dal 2021. Inoltre, a livello globale, le donne rappresentano, in media, il 27% dei

⁸⁰ Marco Minciullo, Maria Cristina Zaccone, Matteo Pedrini, La governance della sostenibilità Esperienze e sfide in atto, giugno 2022. EGEA S.p.A.

⁸¹ Francesco Surace. Ecco cosa pensa il mercato del caso Tod's-Roger Vivier. 04/02/2016

membri dei Consigli di amministrazione, un aumento di due punti percentuali rispetto al 2021 (25%)⁸².

Il funzionamento delle organizzazioni imprenditoriali è cambiato con l'emergere di nuove aspettative e norme normative. Il Consiglio di amministrazione di un'azienda discute i piani strategici che comprendono anche le preoccupazioni ambientali insieme alle pratiche di governance. In uno studio di McKinsey, infatti, è stato trovato un accordo comune tra dirigenti e professionisti degli investimenti sugli obiettivi dei vari programmi di un'azienda sulla responsabilità sociale delle imprese. Precisamente, hanno concordato sul fatto che le pratiche e le attività ambientali, sociali e di governance creano sempre percezioni di valore tra le parti interessate e ciò è cambiato rispetto all'ultimo decennio⁸³.

⁸² BNP Paribas AM: aumentano le donne nei CdA nel mondo. Europa in testa. 17 febbraio 2023. Disponibile su <https://esgnews.it/governance/bnp-paribas-am-aumentano-le-donne-nei-cda-nel-mondo-europa-in-testa/>

⁸³ Sumit Kumar, A Review ESG Performance as a Measure of Stakeholders Theory, 08/02/23, Volume 27 (2023).

2. I PRINCIPALI IMPATTI FINANZIARI DEI CRITERI ESG

1.1 LA VALUTAZIONE DEL VALORE AZIENDALE

Negli ultimi anni la sostenibilità aziendale e le ESG *issues* sono diventate sempre più importanti per gli imprenditori, i manager e il settore finanziario. Dal lato della domanda, i cittadini-clienti sono coscienti che le proprie scelte potrebbero determinare un cambiamento di rotta nella strategia delle aziende. Dal lato dell'offerta, invece, molti imprenditori e manager hanno raggiunto la consapevolezza che le proprie strategie hanno un forte impatto in termini di sostenibilità ambientale e sociale. Molti di questi sono mossi da un senso di responsabilità, che sia compatibile con l'approccio al valore, assumendo delle scelte coraggiose e spesso impegnative a livello finanziario per intraprendere la via della sostenibilità e dell'etica negli affari. Per un altro verso ci sono degli operatori e manager che sfruttano la sostenibilità per motivi prevalentemente commerciali, fino ad arrivare al fenomeno del *greenwashing*. La sostenibilità può quindi rappresentare uno specchio per le allodole utilizzato dalle imprese per attrarre investitori, piuttosto che un percorso di cambiamento da intraprendere. Per questi motivi, diventa sempre più complesso valutare quando un'impresa è mossa realmente a promuovere comportamenti etici e socialmente sostenibili e quando invece cerca solo di raggiungere un segmento di mercato in forte crescita. Da questo deriva l'esigenza di utilizzare degli strumenti idonei per indagare sulle iniziative

eticamente sostenibili e la loro capacità di incrementare il valore dell'impresa che li effettua.

Uno tra i più accreditati metodi di valutazione aziendale, riconosciuto anche dall'Organismo Italiano di Vigilanza, è il Discounted Cash Flow (DCF)⁸⁴. Il metodo DCF si basa sulla valutazione dei flussi di cassa prospettici in un'ottica *asset side*, cioè il valore dell'azienda si calcola in funzione dello svolgimento della sua attività operativa⁸⁵. Secondo tale metodo, il valore di un asset è pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa attesi dal medesimo asset.

In questo senso, il valore dell'azienda risulta essere:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

Il valore dell'azienda è dato dalla somma tra il valore attuale dei flussi di cassa (F_t), e del *terminal value* (V_n) al tempo n , attualizzati al tasso i . Gli elementi ESG hanno un impatto su ciascuna delle variabili della funzione ed è indispensabile tenerne conto nel processo decisionale⁸⁶. I flussi di cassa misurano i flussi monetari che l'azienda sarà in grado di generare in un orizzonte previsionale esplicito. Rispetto

⁸⁴ Lorenzo Magrassi, Integrazione delle variabili di sostenibilità nella valutazione aziendale. Concetto di valore e Sustainable Discounted Cash Flow. Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 12 aprile 2022.

⁸⁵ Angelo Fiori, La valutazione con il metodo DCF: schema di riferimento, giugno 2014.

⁸⁶ Lorenzo Magrassi, Integrazione delle variabili di sostenibilità nella valutazione aziendale. Concetto di valore e Sustainable Discounted Cash Flow. Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 12 aprile 2022.

alle altre variabili della funzione, le variabili ESG possono incidere in misura relativamente minore, ma è comunque opportuno tenerne conto, specie quando risulti necessario effettuare investimenti, nel perseguimento di obiettivi nella prospettiva del *successo sostenibile* da cui possa generarsi una riduzione dei flussi stessi⁸⁷. Al giorno d'oggi la parola *sostenibile* non è sinonimo di *economico*⁸⁸. Implementare una strategia sostenibile e green porta inizialmente a costi elevati, in termini di manodopera, di ricerca e sviluppo, impiantistica e a livello organizzativo. I flussi che ne derivano nel breve e nel medio periodo sono esigui o addirittura negativi, ma l'implementazione porta poi ad un aumento dei flussi monetari grazie ai benefici che esse sviluppa nel lungo periodo. Tra questi rientra l'attrarre investitori e finanziatori che sono sempre più attratti dalle organizzazioni che investono in ESG e utilizzano le informative ESG per far luce sui loro sforzi di sostenibilità⁸⁹.

Il tasso di attualizzazione i può dipendere da molteplici variabili e circostanze relative all'azienda, al contesto di riferimento, alla prassi specifica e ai presupposti della valutazione. Tra i molti fattori che influenzano tale tasso, uno dei più rilevanti è il premio legato al rischio percentuale che va a remunerare il rischio che il

⁸⁷ Lorenzo Magrassi, Integrazione delle variabili di sostenibilità nella valutazione aziendale. Concetto di valore e Sustainable Discounted Cash Flow. Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 12 aprile 2022.

⁸⁸ Claudia Valenti, Il prezzo della sostenibilità. Etica Economia. 2 maggio 2021. Disponibile su <https://eticaeconomia.it/il-prezzo-della-sostenibilita/>

⁸⁹ *fontidenergiarinnovabile.it*. 5 Benefici ESG per le imprese. 10 ottobre 2023. Disponibile su <https://fontidenergiarinnovabile.it/5-benefici-esg-per-le-imprese/>

risparmiatore sostiene nell'investire in una specifica attività. Tra le varie forme di rischio devono essere incluse, oltre a quella di default, di mercato, di equity anche i cosiddetti rischi ESG, che sono variabili con un peso crescente nell'incidere sulla performance dell'azienda, specie in un'ottica di lungo periodo⁹⁰. I rischi ESG sono riconducibili a problematiche ambientali, sociali e di governance che hanno un impatto significativo sulla reputazione, sulle finanze e sulla redditività a lungo termine di un'azienda⁹¹. Essi derivano da comportamenti non etici o illegali delle aziende, come la violazione dei diritti umani e la corruzione ai livelli direttivi⁹², nonché il mancato rispetto della normativa di protezione ambientale. Gli effetti di questi rischi possono andare da multe e sanzioni, alla perdita di fiducia di clienti, dipendenti e investitori. Per le imprese è essenziale gestire in modo proattivo questi rischi per proteggere la loro reputazione, garantire la loro sostenibilità a lungo termine e soddisfare i loro obblighi nei confronti degli stakeholder. Per la gestione di tali rischi, il primo compito a cui sono chiamate le imprese è quello di adoperarsi per riconoscere e identificare preventivamente l'impatto, che la propria attività può avere sui fattori ambientali e sociali. Un utile strumento a disposizione delle imprese per la prevenzione e gestione dei rischi ESG è quello delle indagini interne,

⁹⁰ Federico Lozzi, Roberto Schiesari, Luca Malfatti, La valutazione d'azienda nel mondo ESG. Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino. 12 maggio 2021.

⁹¹ APLANET, Comprendere i rischi ESG e il loro impatto sulle aziende. 17 luglio 2023. Disponibile su <https://aplanet.org/it/risorse/rischi-esg/>

⁹² Alessandro Borrello, Francesca Rolla, Rischi ESG: la governance tra compliance anticorruzione e indagini interne. *IlSole24Ore*. 21 marzo 2023.

un fenomeno largamente diffuso all'estero il cui loro utilizzo è destinato ad aumentare esponenzialmente anche in Italia, in ragione della recentissima attuazione della direttiva UE sul *whistleblowing*⁹³.

Il *terminal value* (V_n), cioè il valore finale dei flussi attesi oltre il periodo di possibile previsione esplicita, dipende da diverse componenti, come le prospettive di crescita del settore di riferimento, le prospettive di crescita dell'azienda, le barriere all'entrata e l'eventuale minaccia di servizi/tecnologie sostitutive, ecc. Una componente rilevante è la capacità di innovazione, di prodotto o di processo sostenibile, che è un chiaro segnale di come l'azienda possa collocarsi nel mercato negli anni a venire e di sapersi adattare e/o anticipare le tendenze. Infine, l'arco temporale di previsione va a condizionare l'incidenza della sommatoria dei flussi di cassa rispetto al valore terminale. Laddove l'azienda abbia una forte interdipendenza con variabili ESG, n è il fattore che dev'essere attentamente valutato per attribuire l'attendibilità ai piani analitici e al loro sviluppo temporale⁹⁴. In letteratura, sono state identificate due fondamentali modalità, tramite le quali i comportamenti etici possono determinare variazioni sul valore aziendale: una

⁹³ Con il termine *whistleblowing*, ovvero "*denuncia*", s'intende l'insieme di norme che sono volte a proteggere in ambito lavorativo chi abbia denunciato reati, violazioni di disposizioni di legge o, con accezione più ampia, condotte irregolari da possibili, quanto probabili, ritorsioni. Lo scopo del *whistleblowing* è quello di portare a galla le condotte illecite da sempre ampiamente diffuse, specie in ambito pubblico (decreto legislativo n. 24 del 10 marzo 2023).

⁹⁴ Lorenzo Magrassi, *Integrazione delle variabili di sostenibilità nella valutazione aziendale. Concetto di valore e Sustainable Discounted Cash Flow*. Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 12 aprile 2022.

prevede il loro contributo sulle performance economico-finanziarie, mentre l'altra sul profilo del rischio aziendale e, di conseguenza, sul costo del capitale, corrispondente al tasso di sconto presente nella formula del DCF⁹⁵.

Iniziando dal costo del capitale, la variabile "sostenibilità" porta alla creazione del modello del *Sustainability Discounted Cash Flow* (SDCF) in cui si ipotizza che tale variabile alteri la rischiosità complessiva dell'azienda e incida sul valore aziendale tramite la modifica del tasso di sconto, al quale attualizzare i flussi di cassa⁹⁶.

La definizione del tasso di attualizzazione dei flussi presuppone la stima del costo del capitale di rischio. Un modello utilizzato per stimare il costo del capitale è il Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo il quale:

$$r_i = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

Dove:

r_i = costo del capitale

r_f = rendimento del titolo privo di rischio

$(r_m - r_f)$ = premio per il rischio di mercato

β_i = fattore di rischio sistematico dell'impresa

⁹⁵ Benigno Pizzuto, Shared Value ed Enterprise Value. Evidenze empiriche e costruzione di un sustainability discounted cash flow model. Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti. Dicembre 2021.

⁹⁶ Benigno Pizzuto, Shared Value ed Enterprise Value. Evidenze empiriche e costruzione di un sustainability discounted cash flow model. Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti. Dicembre 2021.

Il parametro riferito all'impresa valutata è il beta e il modello utilizza il beta *levered*, cioè il coefficiente che esprime la rischiosità complessiva nell'ottica degli azionisti, che corrisponde a:

$$\beta_l = \beta_u[1 + (1 - t_c)(D/E)]$$

Dove:

β_u = beta *unlevered*

β_l = beta *levered*

D = valore del debito

E = valore dell'equity

t_c = aliquota d'imposta

Quando gli investitori devono valutare su quale azienda investire il proprio capitale, sulla base di proprie valutazioni ESG, devono scegliere se definire l'azienda come virtuosa o carente dal punto di vista della sostenibilità. Nel SDCF vengono infatti introdotti due parametri definiti come *Sustainability Risk Discount* (SRD), che si riferisce a una situazione in cui un investitore è disposto ad accettare un rendimento atteso inferiore in cambio di un rischio o di una volatilità inferiori⁹⁷ e il *Sustainability Risk Premium* (SRP)⁹⁸ cioè, una situazione in cui l'investitore

⁹⁷ James Chen, Risk Discount: What It is, How It Works, Examples. Investopedia. Maggio 2022.

⁹⁸ Adam Hayes, Risk Premiums: Like Hazard Pay for Your Investments. Investopedia. Giugno 2023.

pretende un rendimento maggiore in relazione ad un superiore rischio percepito. La loro funzione è quella di diminuire e aumentare il beta in modo tale da considerare la variabile “sostenibilità” nella stima di un adeguato tasso di sconto. Se l’impresa risulta performante sotto il profilo della sostenibilità, il beta sarà dato da:

$$\beta^* = \beta_l[1 + SRD]$$

Dove β^* è il beta integrato con la variabile sostenibilità.

Se invece l’impresa risulta carente, o comunque insoddisfacente, sotto il profilo della sostenibilità, il beta sarà dato da⁹⁹:

$$\beta^* = \beta_l[1 + SRP]$$

Questi due parametri riflettono il *sentiment* di mercato in un particolare momento storico, politico e culturale che incide sulla valorizzazione della variabile “sostenibilità”. Questo significa che il beta integrato con la variabile “sostenibilità” di un’impresa poco sostenibile risulterà maggiore rispetto a quello di un’impresa virtuosa¹⁰⁰.

Un altro modo in cui i fattori ESG vanno ad incidere sul valore di un’azienda è legato all’effetto dovuto alla divulgazione dell’informativa correlata ai fattori

⁹⁹ Benigno Pizzuto, Shared Value ed Enterprise Value. Evidenze empiriche e costruzione di un sustainability discounted cash flow model. Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti. Dicembre 2021.

¹⁰⁰ Benigno Pizzuto, Shared Value ed Enterprise Value. Evidenze empiriche e costruzione di un sustainability discounted cash flow model. Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti. Dicembre 2021.

ambientali, sociali e di governance. La divulgazione gioca un ruolo cruciale di moderazione, mitigando l'effetto negativo delle debolezze e attenuando l'effetto positivo dei punti di forza dell'aziende in ambito ESG. Tuttavia, l'impatto non è definibile *ex ante*, infatti, potrebbe avere un effetto positivo nella misura in cui la divulgazione riduce le asimmetrie informative, aiutando gli investitori a comprendere meglio i punti di forza e di debolezza ESG dell'azienda, oppure compromettere il valore dell'impresa se gli investitori considerassero tale divulgazione come “chiacchiere a buon mercato” o *greenwashing*¹⁰¹. Nel corso degli ultimi due decenni molte aziende, soprattutto le grandi multinazionali, hanno intensificato gli sforzi per rendicontare le questioni ESG al fine di legittimare il proprio comportamento e migliorare la propria reputazione. Per valutare l'impatto della divulgazione ESG sul valore dell'impresa, è importante riconoscere che il reporting può riflettere diverse motivazioni. Secondo la teoria della divulgazione discrezionale¹⁰² si può sostenere che l'impegno ESG di un'impresa è un fattore predittivo delle sue pratiche di rendicontazione ESG, infatti, se le aziende avessero una performance ESG positiva sceglierebbero di rendicontare in modo approfondito le proprie attività ESG, mentre quelle con una performance negativa sceglierebbero di rendicontarle in misura minima. In alternativa, è possibile che l'azienda utilizzi

¹⁰¹ Ali Fatemi, Martin Glaum, Stefanie Kaiser, ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*. Volume 38. November 2018. Pagina 45.

¹⁰² Robert E. Verrecchia, R. E, Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 5, 1983. Pagine 179–194.

il reporting ESG per gestire la percezione del pubblico spiegando i cambiamenti nelle sue politiche in merito alle questioni ESG, ad esempio, intensificando la propria divulgazione al fine di prevenire gli effetti negativi di gravi danni ambientali sulla propria reputazione e sul valore di mercato. Le aziende potrebbero avere dei comportamenti diversi rispetto alla divulgazione, infatti, potrebbe essere una mera facciata indipendentemente dalla loro reale performance e delinearsi il fenomeno del *greenwashing*, oppure, possono optare deliberatamente per un basso livello di divulgazione ESG o addirittura sottovalutare attivamente le proprie attività ESG, delineandosi il fenomeno del *brownwashing*.

Lo studio sviluppato da Fatemi et al. (2018) in merito all'effetto delle attività ambientali, sociali e di governance e della loro divulgazione sul valore dell'impresa si basa su un modello dei minimi quadrati a due stadi: la prima è composta da tre equazioni che descrivono le determinanti della divulgazione di un'impresa delle attività ESG (DISC) e descrivono le interazioni della divulgazione ESG con i punti di forza ESG (STR*DISC) e le preoccupazioni ESG (CON*DISC); la seconda fase del modello, che è anche l'obiettivo principale del loro studio, va a descrivere la relazione tra il valore dell'impresa utilizzando la Q di Tobin¹⁰³, da un lato, e la performance (STR, CON) e l'informativa (DISC), dall'altro. I dati utilizzati derivano dall'KLD Research and Analytics e utilizzati come proxy per le attività

¹⁰³ Il Q di Tobin esprime la relazione tra valutazione di mercato, cioè il prezzo che un asset otterrebbe sul mercato, e valore intrinseco, cioè il valore di un asset. In altre parole, è un mezzo per stimare se una determinata azienda o mercato è sopravvalutato o sottovalutato.

ESG, mentre la misura della divulgazione ESG di Bloomberg come proxy per la divulgazione. Gli autori ipotizzano che il valore dell'impresa sia influenzato congiuntamente dalle sue attività ESG e dall'intensità della sua informativa in materia ESG. Il modello teorico di base vede il valore d'impresa pari a¹⁰⁴:

$$Value\ of\ Firm = f \left(\begin{array}{c} ESG\ Performance \\ ESG\ Disclosure \\ ESG\ Performance\ x\ ESG\ Disclosure \end{array} \right)$$

L'esame dell'impatto richiede di affrontare la possibile endogeneità dell'informativa ESG derivante da variabili omesse o dalla simultaneità. Per prendere in considerazione la potenziale endogeneità, nel modello vengono inserite tre variabili strumentali. La prima riguarda l'esistenza di un comitato CSR nel Consiglio di amministrazione (CSRCOMM), che ha il ruolo di fornire informazioni sulla sostenibilità agli stakeholder; la seconda è la dispersione delle previsioni sugli utili degli analisti (DISP), dato che la divulgazione riduce l'incertezza degli analisti sugli utili previsti e le differenze nelle informazioni tra gli analisti; infine la concentrazione della proprietà azionaria di un'impresa (OWNERCONC) a causa dell'associazione negativa tra concentrazione della proprietà e il livello di informativa. Le aziende con pochi grandi azionisti, come quelle a controllo familiare, potrebbero avere poca motivazione a divulgare più informazioni di quelle

¹⁰⁴ Ali Fatemi, Martin Glaum, Stefanie Kaiser, ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*. Volume 38. November 2018. Pagina 48.

richieste dalla legge perché la domanda di divulgazione pubblica è relativamente debole. L'analisi utilizza le interazioni tra i punti di forza ESG (preoccupazioni ESG) e le variabili strumentali per la divulgazione ESG come strumenti per i termini di interazione tra i punti di forza ESG (preoccupazioni ESG) e la divulgazione ESG. Pertanto, nel primo stadio del modello, le performance ESG e l'informativa ESG prevede tre regressioni, che sono funzioni di ciascuna variabile endogena, cioè:

$$\begin{aligned} \text{DISC} &= f(\text{CSRCOMM}, \text{DISP}, \text{OWENERCONC}) \\ \text{STR*DISC} &= f(\text{STR*CSRCOMM}, \text{STR*DISP}, \text{STR*OWENERCONC}) \\ \text{CON*DISC} &= f(\text{CON*CSRCOMM}, \text{CON*DISP}, \text{CON*OWENERCONC}) \end{aligned}$$

Nella seconda fase del modello, il valore dell'impresa viene definito come:

$$\text{TOBINQ} = \alpha_0 + \beta_1 \text{DISC} + \beta_2 \text{STR} + \beta_3 \text{STR*DISC} + \beta_4 \text{CON} + \beta_5 \text{CON*DISC}$$

Dai risultati dello studio risulta che la presenza di un comitato per la sostenibilità all'interno dell'azienda aumenta la divulgazione ESG (DISC) facendo sì che l'azienda risulti più trasparente agli occhi degli stakeholders sia per punti di forza ESG (STR*DISC) che per le preoccupazioni ESG (CON*DISC). I risultati indicano poi che i punti di forza ESG aumentano significativamente il valore dell'impresa, mentre le preoccupazioni e la divulgazione dei criteri ESG lo riducono.

Concentrando l'attenzione sulle stime dei coefficienti di regressione di STR*DISC e CON*DISC che misurano l'effetto moderatore della divulgazione ESG

sull'associazione tra punti di forza e preoccupazioni ESG e valore dell'impresa, si ricava due effetti opposti. La stima del STR*DISC è significativamente negativa e ciò indica che l'effetto di valutazione generalmente negativo della divulgazione ESG colpisce le aziende con performance ESG positive. Una possibile spiegazione è che, se l'impresa avesse punti di forza ESG, un'elevata informativa potrebbe segnalare che l'impresa sta investendo eccessivamente in ESG¹⁰⁵. Una spiegazione altrettanto plausibile è che gli investitori potrebbero percepire l'azienda come un tentativo di coprire la mancanza di credibilità nelle sue azioni ESG. La stima di CON*DISC, invece, è significativamente positiva, dimostrando che in presenza di preoccupazioni ESG, una maggiore informativa ESG aumenta la valutazione. Sembra quindi che un'informativa più ampia tenda ad alleviare la diminuzione della valutazione associata alle preoccupazioni ESG¹⁰⁶.

In linea generale, i risultati della ricerca indicano che i punti di forza ESG aumentano il valore dell'impresa, le preoccupazioni ESG lo diminuiscono e, se isolata, la divulgazione ESG riduce il valore dell'impresa. Quando quest'ultima viene integrata con i punti di forza, un'elevata informativa ESG indebolisce l'effetto di valutazione positivo dei punti di forza e questo potrebbe essere legato al fatto che il mercato interpreta l'aumento dell'informativa come una mossa

¹⁰⁵ Eun-Hee Kim, Thomas P. Lyon, Greenwash vs. brownwash: Exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure. *Organization Science*. Volume 26, numero 3.

¹⁰⁶ Ali Fatemi, Martin Glaum, Stefanie Kaiser, ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*. Volume 38. November 2018. Pagina 55.

strategica dell'impresa di giustificare un investimento eccessivo nelle attività ESG. La divulgazione indebolisce anche gli effetti negativi sulla valutazione delle preoccupazioni ESG, forse perché essa aiuta le aziende a legittimare il proprio comportamento spiegando agli investitori l'adeguatezza delle loro operazioni e delle loro politiche ESG o perché le aziende convincono gli investitori di essersi assunte impegni credibili a modificare le loro operazioni e quindi superare le debolezze ESG¹⁰⁷.

Un altro impatto che viene analizzato in diversi studi in materia finanziaria, è l'impatto che i fattori ESG hanno sull'errata valutazione delle imprese. Più precisamente, una migliore sostenibilità aziendale aumenta la valutazione di mercato di un'impresa (valore effettivo) rispetto al suo valore reale, portando a sopravvalutare e/o sottovalutare il valore dell'impresa¹⁰⁸.

In primo luogo, è stato riscontrato che gli investitori istituzionali socialmente responsabili, a causa della loro preferenza ESG, tendono a concentrarsi maggiormente sulla performance ESG e possono quindi reagire meno ai segnali diretti del valore aziendale¹⁰⁹ (Cao et al. 2021). In secondo luogo, gli investitori

¹⁰⁷ Ali Fatemi, Martin Glaum, Stefanie Kaiser, ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal*. Volume 38. Novembre 2018. Pagina 58.

¹⁰⁸ Yannik Bofinger, Kim J. Heyden e Björn Rock, Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures. *Journal of Banking and Finance*. Volume 134, gennaio 2022.

¹⁰⁹ Jie Cao, Sheridan Titman, Xintong Zhan e Weiming Elaine Zhang, ESG Preference, Institutional Trading, and Stock Return Patterns. *SSRN Electronic Journal*. Agosto 2021.

istituzionali con orizzonti più lunghi preferiscono le imprese con un elevato rating ESG. Starks et al. (2020) attribuiscono questo comportamento alle aspettative degli investitori di creare valore a lungo termine che compensi per le potenziali perdite su un orizzonte temporale più breve¹¹⁰. Di conseguenza, i segnali di valutazione a breve termine (negativi) delle società ad alto rating ESG non vengono presi in considerazione dagli investitori sostenibili. Altri studi riportano che gli investitori socialmente responsabili traggono un'utilità non finanziaria dall'investire in base a criteri socialmente responsabili e, quindi, sono disposti ad accettare performance finanziarie inferiori.

2.2 LA CORPORATE FINANCIAL PERFORMANCE E LA CORPORATE SOCIAL PERFORMANCE

La *corporate financial performance* (CFP) analizza lo stato di salute finanziario di un'impresa. Gli indicatori della performance includono la crescita delle vendite, la redditività, il prezzo delle azioni, gli utili per azione¹¹¹ il leverage, gli indici per l'analisi della liquidità, ecc. La *corporate social performance* (CSP), invece, si

¹¹⁰ Laura T. Starks, Parth Venkat e Qifei Zhu, Corporate ESG Profiles and Investor Horizons. Ottobre 2017. Disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3049943.

¹¹¹ Astrin Kusumawardani, Mohd Hassan Che Haat, Jumadil Saputra, Mohd Yusoff Yusliza e Zikri Muhammad, A Review of Corporate Financial Performance Literature: A Mini-Review Approach Keywords. Luglio 2021.

riferisce ai principi, alle pratiche e ai risultati delle relazioni e delle dinamiche sociali, economiche e ambientali¹¹².

Nell'ambito dell'analisi sul potenziale rapporto tra comportamenti etici e performance finanziarie si possono individuare quattro possibili relazioni¹¹³:

- 1) Rapporto negativo, dato che c'è la concezione secondo cui chi sceglie la responsabilità sociale produce costi superiori ai ricavi e questo va ad incidere direttamente sugli indicatori economico-finanziari. I maggiori costi sono giustificabili con l'impegno di risorse umane aggiuntive, di spese legate alle richieste degli stakeholder o agli investimenti di utilità sociale. Tale relazione è legata al *Value-destroying theory*, secondo cui l'eccessiva attenzione alla sostenibilità socio-ambientale da parte del management determina l'incapacità di quest'ultimo di cogliere tutte le opportunità di investimento in progetti finanziariamente convenienti, riducendo l'*enterprise value*¹¹⁴.
- 2) Relazione positiva, secondo cui c'è una relazione diretta e crescente tra CSP e CFP. Tale relazione è legata al *Value-creating theory*, dove il legame positivo deriva da fattori come un minor turnover e una maggiore produttività dei

¹¹² Elena Battaglini, Corporate Social Performance. Springer encyclopedia on sustainable development goals. Volume 9. Maggio 2021.

¹¹³ Maria-Gaia Soana, The Relationship Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance in the Banking Sector. Journal of Business Ethics. Volume 104, pagina 134. 2011.

¹¹⁴ Benigno Pizzuto, Shared Value ed Enterprise Value. Evidenze empiriche e costruzione di un sustainability discounted cash flow model. Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti. Dicembre 2021.

dipendenti, riduzione dei costi legati agli scandali ambientali, una maggiore reputazione del marchio, una migliore relazione con tutti gli stakeholder, una minore asimmetria informativa conseguente ad una maggiore trasparenza¹¹⁵.

- 3) Relazione mista, dato che il legame tra CSP e CFP potrebbe non essere costante nel tempo, assumendo la forma convessa o concava. La relazione convessa potrebbe essere legata dall'ipotesi di una iniziale perdita di redditività conseguente agli investimenti etici e un loro contributo positivo, proporzionalmente crescente nel tempo, sulle performance economico-finanziarie dell'impresa. La relazione concava, invece, presuppone l'esistenza di un livello ottimale di responsabilità sociale, oltre il quale essere socialmente responsabili nel lungo periodo non sarebbe più economicamente vantaggioso.
- 4) Nessuna relazione, per cui la CSP e la CFP sarebbero due variabili non correlate e quindi la responsabilità sociale d'impresa non avrebbe alcun impatto sulla redditività delle aziende¹¹⁶.

Gli studiosi analizzano sempre più la relazione tra pratiche sostenibili, la performance finanziaria aziendale e il ruolo dei diversi stakeholder come i

¹¹⁵ Lorenzo Magrassi, Integrazione delle variabili di sostenibilità nella valutazione aziendale. Concetto di valore e Sustainable Discounted Cash Flow. Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 12 aprile 2022.

¹¹⁶ Maria-Gaia Soana, The Relationship Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance in the Banking Sector. *Journal of Business Ethics*. Volume 104, pp 134-135. 28 maggio 2011.

consumatori, il management e gli investitori. La teoria degli stakeholder fornisce una base teorica per la relazione tra l'informativa sugli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG) e la performance finanziaria. Le informazioni ESG dimostrano che le aziende si assumono attivamente la responsabilità ambientale e sociale, migliorando così la propria reputazione nei confronti dei consumatori e degli investitori, accedendo al capitale a un costo inferiore e migliorando il proprio vantaggio competitivo¹¹⁷.

L'ESG è un'estensione della responsabilità sociale delle imprese (CSR) e dell'investimento socialmente responsabile (SRI). L'impatto della divulgazione ESG sulla performance finanziaria delle aziende è ambiguo. La teoria della shareholder e quella degli stakeholder forniscono teorie opposte per spiegare il rapporto tra informativa ESG e performance. La teoria della supremazia degli azionisti propone che l'unico obiettivo di un'azienda sia massimizzare gli interessi degli azionisti. I manager utilizzano i fondi per la protezione ambientale e per buone cause sociali e, così facendo, danneggiano il valore degli azionisti e violano le loro responsabilità fondamentali. L'uso strategico delle informazioni da parte dei manager per nascondere comportamenti non etici influisce negativamente sulla crescita a lungo termine delle aziende. La teoria degli stakeholder, invece, sostiene che solo le aziende responsabili nei confronti di tutti gli stakeholder possono

¹¹⁷Zhongfei Chen, Guanxia Xie, ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*. October 2022. Pagina 2.

svilupparsi in modo sostenibile. Tale teoria va ad enfatizzare l'etica aziendale e sociale nel funzionamento di un'azienda per uno sviluppo a lungo termine. Le aziende che si concentrano sui benefici a breve termine ignorando i fattori ESG subiscono punizioni da parte degli investitori e di conseguenza anche sui risultati finanziari aziendali¹¹⁸.

A livello di studio sul rapporto, è stata portata avanti un'analisi in cui viene analizzata l'ipotesi secondo cui la divulgazione ESG influisce positivamente sulla performance finanziaria aziendale ed ha anche degli effetti eterogenei. Per testarla è stato stabilito il modello di regressione sulla Q di Tobin che rappresenta la performance finanziaria dell'azienda, come segue¹¹⁹:

$$\text{Tobin's } Q = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Disclosure} + \delta \text{Controls} + \text{Firm} + \text{Year}^{120}$$

α_1 è il rapporto tra informativa ESG e performance finanziaria aziendale. Un α_1 significativamente positivo indica che la divulgazione delle informazioni ESG da parte dell'azienda è vantaggiosa per il suo sviluppo, mentre un valore significativamente negativo indica che una maggiore trasparenza delle informazioni ESG dell'azienda, comporterà un maggior rischio d'impresa.

¹¹⁸ Zhongfei Chen, Guanxia Xie, ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*. Ottobre 2022. Pagina 3.

¹¹⁹ Zhongfei Chen, Guanxia Xie, ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*. Ottobre 2022. Pagina 4.

¹²⁰ $\text{Control}_{\text{sit}}$ è un vettore di tutte le variabili di controllo, tra cui dimensione del patrimonio aziendale, la dimensione dei dipendenti, l'età dell'azienda, ecc.

La performance finanziaria può essere espressa anche da altri indicatori, come il ROA che rappresenta il rapporto tra l'utile netto e gli asset totali, il ROE che rappresenta il rendimento del capitale proprio e il rapporto passività/attività. I risultati mostrano che i coefficienti di regressione delle informazioni ESG sul ROA e ROE sono positivi a dimostrazione che la divulgazione ESG promuove la performance finanziaria aziendale. Prendendo in considerazione il rapporto passività/attività aziendali il coefficiente è negativo, questo perché la divulgazione ESG riduce il rapporto tra passività/attività e ne migliora la solvibilità, dimostrando che informazioni ESG più trasparenti migliorano la performance finanziaria aziendale.

La divulgazione ha anche degli effetti eterogenei sulla performance finanziaria di diverse aziende¹²¹. Il primo fattore ricade sulla presenza o meno di investitori con preferenze ESG che sono più preoccupati dalle informazioni ESG aziendali. Le imprese sono più attive nel divulgare informazioni ESG, nel migliorare l'efficienza gestionale e nell'ottenere il favore degli investitori ESG. Pertanto, si prevede che l'effetto della divulgazione aziendale ESG sulla performance finanza aziendale è più pronunciata in quelle aziende in cui ci sono degli investitori ESG. Per analizzare l'effetto di questa variabile è stata utilizzata una variabile dummy, chiamata ESGdum, che equivale a 1 se la società ha investitori ESG o a 0 nel caso opposto.

¹²¹ Zhongfei Chen, Guanxia Xie, ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*. October 2022. Pagina 9.

Dallo studio svolto si è dimostrato che l'effetto dell'informativa ESG sulla performance finanziaria non è significativo tra le aziende senza investitori ESG, mentre è significativamente positivo tra le aziende con investitori ESG. Questo mostra l'importanza del loro ruolo svolto nella relazione tra informativa e performance finanziaria. La loro presenza spinge le aziende a divulgare informazioni ESG per soddisfare le esigenze degli investitori che saranno più propensi ad aumentare i propri investimenti nelle società e quindi migliorano la performance finanziaria.

Alcuni studi hanno dimostrato che l'età dell'impresa va a determinare dei cambiamenti in diverse caratteristiche aziendali, influenzando il comportamento della governance¹²². Le aziende giovani azzardano di più e sono più disposte a divulgare informazioni nelle fasi di avvio per dimostrare che le proprie capacità possono modificare comportamenti aziendali scorretti, attirando una maggiore attenzione da parte degli investitori. Le società più vecchie hanno portafogli stabili e sono più propense a operare detenendo un debito inferiore. Rispetto a queste, le aziende più giovani sono più proattive a divulgare le informazioni ESG per soddisfare le preferenze degli investitori. Man mano che invecchiano, le aziende tendono a proteggere i vantaggi che già possiedono e a sviluppare in termini di

¹²² Robert Kieschnick, Rabih Moussawi, Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*. Volume 48. Febbraio 2018.

connessioni e risorse, e il loro stile di gestione tende ad essere conservatore¹²³. Le aziende più vecchie sono più motivate a nascondere informazioni negative. Le giovani aziende, invece, prendono l'iniziativa per alleviare l'asimmetria informativa con gli investitori e ottenere l'accesso al mercato divulgando più informazioni non finanziarie, a dimostrazione del fatto che le informazioni ESG svolgono un ruolo più significativo nelle aziende giovani¹²⁴.

Un altro effetto eterogeneo deriva dai media che sono un diffusore di informazioni critiche nel mercato dei capitali, fornendo alle parti interessate informazioni finanziarie e non finanziarie dell'azienda. Il tono dei media influisce sul *sentiment* degli investitori e questo va ad influenzare gli investimenti o i disinvestimenti. In quanto terzi, i media non hanno motivo di nascondere le notizie negative sull'azienda¹²⁵. Nelle aziende con un'elevata attenzione da parte dei media, la divulgazione delle informazioni è più tempestiva e le informazioni ESG possono essere trasmesse in modo più rapido agli investitori esterni, alleviando l'effetto ritardo della divulgazione delle informazioni. Questo fa sì che l'impatto della

¹²³ Robert Kieschnick, Rabih Moussawi, Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*. Volume 48. Febbraio 2018.

¹²⁴ Zhongfei Chen, Guanxia Xie, ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*. October 2022. Pagina 9.

¹²⁵ Zhongfei Chen, Guanxia Xie, ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*. October 2022. Pagina 10.

divulgazione sulla performance sarà maggior sulle aziende che hanno una maggiore attenzione dei media.

Un ultimo effetto che incide sul rapporto tra divulgazione ESG e performance finanziaria deriva dal conflitto di interessi tra gestori e investitori. Il problema dell'agenzia induce il comportamento opportunistico del management ed è uno dei problemi comuni di governance interna nelle imprese. La causa diretta del problema dell'agenzia è la separazione tra proprietà e controllo e la ragione essenziale è l'asimmetria informativa¹²⁶. I costi di agenzia indicano che i manager stanno danneggiando gli interessi degli investitori per il loro stesso bene. Proprio per questo si prevede che la divulgazione ESG migliori la performance finanziaria riducendo l'asimmetria informativa tra investitori e manager e questo effetto è più significativo nelle aziende con gravi problemi di agenzia. Le aziende con bassi costi di agenzia hanno meno conflitti di interesse tra investitori e manager e la divulgazione ESG gioca un ruolo più limitato.

I risultati di questo studio portano i partecipanti al mercato a comprendere l'effetto della trasparenza delle informazioni ESG sullo sviluppo aziendale e sociale. Inoltre, si dimostra che la divulgazione di informazioni ESG non comporta solo costi più

¹²⁶ Zhongfei Chen, Guanxia Xie, ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*. October 2022. Pagina 11.

elevati, ma le aziende con maggiore trasparenza attirano più investitori e possono migliorare la performance finanziaria nel lungo termine.

2.3 L'IMPATTO SUL RENDIMENTO AZIONARIO

I fattori ESG stanno acquisendo sempre più importanza come motore dell'asset allocation negli investimenti finanziari. Data la loro l'importanza, i gestori e gli investitori devono essere consapevoli della potenziale reazione del mercato azionario alle informazioni relative alla responsabilità sociale delle imprese e alla sostenibilità¹²⁷. Al giorno d'oggi, c'è sempre un numero crescente di investitori preoccupati per la sostenibilità delle aziende, perciò bisogna considerare la reazione dei prezzi a seguito della diffusione di una notizia ESG.

La crescente rilevanza della responsabilità sociale dell'impresa suggerisce un potenziale aumento dell'impatto delle notizie ESG sui prezzi delle azioni negli ultimi anni come conseguenza di strategie di asset allocation basate su parametri legati ai fattori ESG. De Vincentiis nel suo studio porta avanti l'ipotesi di un significativo extra-rendimento dei titoli nei giorni immediatamente successivi alla diffusione di una notizia ESG¹²⁸. Quello che non è possibile prevedere di tale ipotesi è il segno. Da una parte, le azioni e le partiche responsabili possono ridurre il costo

¹²⁷ Paola de Vincentiis, Do international investors care about ESG news? Qualitative Research in Financial Markets. Volume 15, Issue 4. 2023. Pagina 573.

¹²⁸ Paola de Vincentiis, Do international investors care about ESG news? Qualitative Research in Financial Markets. Volume 15, Issue 4. 2023. Pagina 574.

del capitale proprio, migliorando l'affidabilità dell'impresa, perciò, le buone notizie ESG dovrebbero influenzare positivamente il prezzo, mentre le negative dovrebbero essere correlate a rendimenti aggiuntivi negativi. D'altra parte, l'ipotesi dell'eccessivo investimento sostiene che un miglioramento delle pratiche di CSR potrebbe distogliere risorse scarse dall'uso produttivo ed essere dannoso per la ricchezza degli azionisti. Secondo questo punto di vista, le notizie ESG positive potrebbero essere associate a un impatto negativo sul prezzo delle azioni, mentre le negative potrebbero spingere il prezzo verso l'alto. Questo porta all'ipotesi che le notizie positive sono correlate a extra rendimenti negativi, mentre le notizie negative portano a extra rendimenti positivi, a meno che non siano correlate a incidenti dannosi per la reputazione¹²⁹.

Per valutare l'impatto delle notizie ESG sui rendimenti azionari, bisogna calcolare il rendimento anomalo dei titoli azionari sui quali viene resa pubblica una nuova informazione riguardante le tematiche ESG. L'idea di base è che la reazione degli azionisti a una specifica informazione può essere misurata confrontando il rendimento osservato con il rendimento che ci si aspetta in assenza di eventi specifici dell'azienda. Questa differenza è chiamata rendimento anomalo¹³⁰ ed è calcolato come segue:

¹²⁹ Paola de Vincentiis, Do international investors care about ESG news? Qualitative Research in Financial Markets. Volume 15, Issue 4. 2023. Pagina 574.

¹³⁰ Gunther Capelle-Blancard, Aure'lien Petit, Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction. Journal of Business Ethics. Volume 157. 2019. Pagina 550.

$$CAR = \sum_{t=1}^1 (r_t - \alpha - \beta \times index_t)$$

Dove:

CAR = rendimento anomalo cumulativo del titolo interessato dalla notizia.

r_t = rendimento giornaliero del titolo calcolato sui prezzi di chiusura.

α = l'intercetta della retta di regressione tra rendimenti azionari e rendimenti dell'indice calcolato su una finestra di stima di 180 giorni.

β = pendenza della retta di regressione tra rendimenti azionari e rendimenti dell'indice calcolato in una finestra di stima di 180 giorni.

$index_t$ = rendimento giornaliero del relativo indice azionario calcolato sui prezzi di chiusura.

Lo studio analizza i livelli medi dei rendimenti anomali giornalieri (AR) e di quelli cumulativi (CAR) a distanza di tre giorni dal momento in cui la notizia viene resa pubblica. Dai risultati si nota che l'AR medio è fondamentalmente nullo e anche il CAR medio è vicino allo zero, tuttavia, sia l'AR medio che il CAR sono negativi e statisticamente significativi quando viene pubblicata una cattiva notizia su una società. Questo risultato indica quindi che gli investitori reagiscono effettivamente alla pubblicazione di una notizia ESG negativa. Spostandoci sulle positive, invece, il segno dell'effetto è negativo, ma la reazione del mercato non è statisticamente significativa e questo non porta a una reazione degli investitori alla notizia positiva.

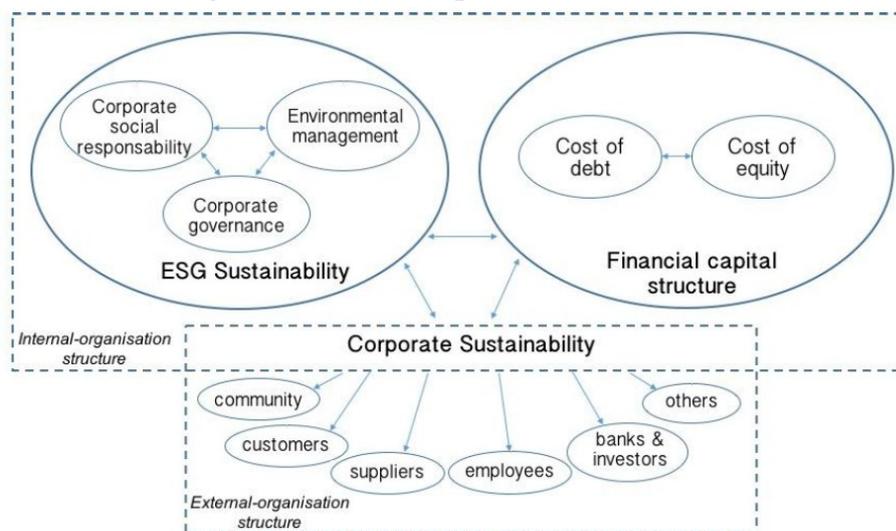
2.4 SOSTENIBILITÀ ESG, COSTO E STRUTTURA DEL CAPITALE FINANZIARIO

La gestione della sostenibilità aziendale affronta il tema dell'uso sostenibile delle risorse. Le decisioni sull'allocazione delle risorse dovrebbero avere un approccio attraverso il quale gli interessi sociali e ambientali vengano affiancati ad un atteggiamento dell'impresa di creare valore per tutti gli stakeholder. In questo senso la sostenibilità riguarda la sinergia del miglioramento sociale, economico e ambientale con criteri etici ed incorporata nella ricchezza organizzativa delle imprese. Tuttavia, per un'impresa diventa complicato stabilire un processo decisionale sugli investimenti, bilanciando le questioni sociali, ambientali e finanziarie con una visione di lungo termine. Questo significa che le imprese devono andare ad implementare delle strategie che rispettano sia il budget di capitale, garantendo almeno un ritorno finanziario del capitale investito, sia la società circostante¹³¹.

¹³¹ Valter Cantino, Alain Devalle, Simona Fiandrino, ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays. *International Journal of Business and Social Science*. Volume 8. Maggio 2017. Pagina 118.

La figura 15¹³² mostra la struttura organizzativa delle imprese in cui gli obiettivi finanziari e ESG dovrebbero essere allineati tra loro per andare oltre la sola massimizzazione del profitto e migliorare la sostenibilità del business includendo tutti i soggetti portatori d'interesse. Da un lato gli obiettivi ESG sono integrati nel processo di investimento, generando delle informazioni qualitative non prontamente quantificabili in termini monetari. Dall'altro, la struttura del capitale di finanziamento comprende il capitale azionario e il capitale di debito attraverso il quale le aziende raccolgono i fondi per avviare e sviluppare la propria attività.

Figura 15. La struttura organizzativa delle imprese



Fonte. International Journal of Business and Social Science. Rielaborazione degli autori.

¹³² Valter Cantino, Alain Devalle, Simona Fiandrino, ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays. International Journal of Business and Social Science. Volume 8. Maggio 2017. Pagina 116.

2.4.1 Sostenibilità ESG e costo del capitale proprio

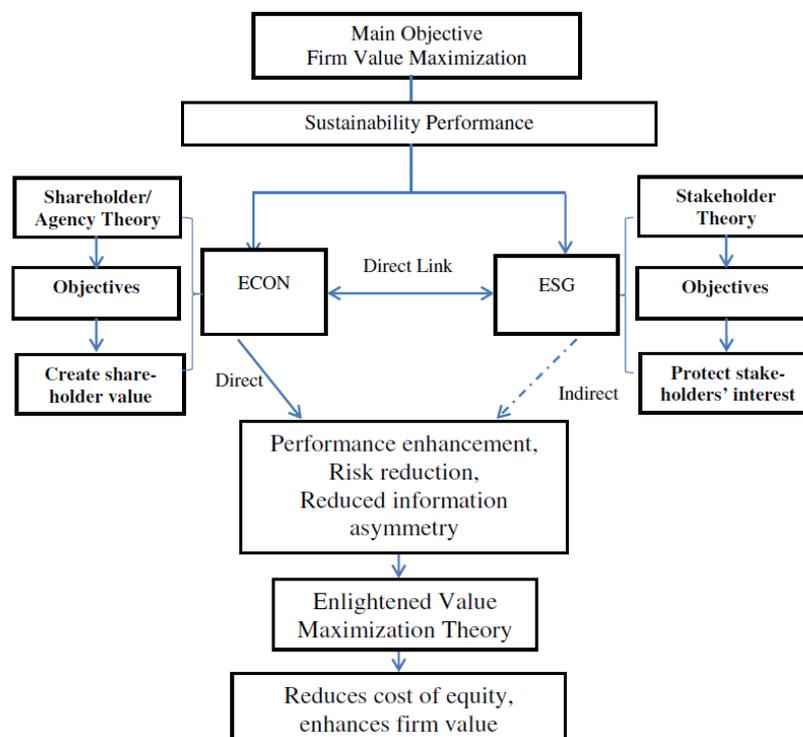
Nel corso degli anni sono stati portati avanti diversi studi circa la relazione tra la performance di sostenibilità aziendale e il costo del capitale proprio. La letteratura è unanime sull'effetto positivo che i fattori ESG hanno sul costo del capitale proprio, perciò, un aumento dell'attività ESG va a ridurlo (Ferris, Javakhadze, & Rajkovic, 2017; M.- L. Matthiesen & Salzmann, 2015; Ng & Rezaee, 2015).

La sostenibilità aziendale comprende che la funzione obiettivo di una qualsiasi organizzazione aziendale è creare valore per gli azionisti, proteggendo al contempo gli interessi degli altri stakeholder. La figura 16¹³³ mostra che la massimizzazione del valore dell'impresa può essere raggiunta attraverso la performance di sostenibilità sia economica (ECON) che ESG. Il rapporto che si crea tra queste due dimensioni crea l'opportunità per identificare e correggere le inefficienze operative e i rischi reputazionali e finanziari che potrebbero migliorare la performance economica e ridurre il costo del capitale proprio¹³⁴.

¹³³ Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee, Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*. Volume 34. 2015. Pagina 133.

¹³⁴ Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee, Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*. Volume 34. 2015. Pagina 134.

Figura 16. Framework teorico aziendale



Fonte. Journal of Corporate Finance

Tra le due dimensioni si instaura un legame diretto, portando ad un'integrazione e non ad all'esclusione di una delle due. Da un lato, ci si aspetta che le aziende governate in modo efficace e responsabili dal punto di vista sociale e ambientale producano prestazioni sostenibili, creino valore per gli azionisti e guadagnino la fiducia del pubblico e degli investitori. Dall'altro, le aziende economicamente più redditizie e sostenibili si trovano in posizioni migliori e dispongono di più risorse per creare posti di lavoro e ricchezza e adempiere meglio alle proprie responsabilità sociali e ambientali. Anche se l'obiettivo principale di molte aziende continuerà ad

essere quello di aumentare il valore per gli azionisti attraverso la produzione di performance economiche sostenibili, le aziende devono anche gestire in modo efficace le performance ESG per garantire che aggiungano valore per gli altri stakeholder¹³⁵. Tuttavia, il collegamento tra performance di sostenibilità ESG non finanziaria e valore aziendale è indiretto. Un effetto positivo della performance di sostenibilità ESG sul valore dell'impresa è coerente con un investimento in asset immateriali, come la reputazione e il capitale umano, che a sua volta contribuisce a migliorare la competitività delle imprese e la sostenibilità finanziaria a lungo termine. Un effetto negativo sarebbe coerente con l'idea che la sostenibilità è costosa e che i suoi potenziali benefici possono essere collegati al consumo di benefici privati che il management ottengono a spese degli azionisti. Le iniziative e miglioramenti ESG possono incidere positivamente sulla performance finanziaria e consentire un migliore accesso al capitale e quindi una riduzione del costo del capitale, ma allo stesso tempo potrebbero essere costose da implementare. Questo porta all'ipotesi che non esista un'associazione significativa tra il costo del capitale proprio e la performance di sostenibilità ambientale, sociale e di governance¹³⁶.

I risultati dello studio mostrano che le prestazioni di sostenibilità ambientale e di governance sono negativamente e significativamente correlate al costo del capitale

¹³⁵ Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee, Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*. Volume 34. 2015. Pagina 134.

¹³⁶ Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee, Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*. Volume 34. 2015. Pagina 135.

proprio, mentre il coefficiente legato al *social* non è significativo, il che significa che le aziende con forti iniziative di sostenibilità sociale non godono di un costo del capitale proprio inferiore¹³⁷.

Un altro aspetto da considerare riguarda il fatto che implementare una strategia sostenibile vada a migliorare la reputazione dell'azienda, attraverso due meccanismi con il quale la reputazione modifica il costo del capitale¹³⁸:

1. La capacità della reputazione aziendale di segnalare al mercato di essere un'impresa di qualità;
2. La relazione tra reputazione e buona capacità comunicativa porta a minori costi derivanti da asimmetrie informative, che limitano l'accesso di un'impresa ai finanziamenti esterni e creano un cuneo tra i costi interni ed esterni di fondi¹³⁹.

Il capitale reputazionale accumulato da un'impresa è molto importante per gli azionisti e i partecipanti al mercato dei capitali, con cui possono vagliare il valore di un'azienda. La questione della gestione della reputazione non riguarda solo ciò che fa un'azienda, ma anche il modo in cui lo fa, infatti la condotta e la cittadinanza, compresa la consapevolezza ambientale, l'applicazione di principi di governance

¹³⁷ Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee, Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*. Volume 34. 2015. Pagina 142.

¹³⁸ Benigno Pizzuto, Shared Value ed Enterprise Value. Evidenze empiriche e costruzione di un sustainability discounted cash flow model. *Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti*. Dicembre 2021.

¹³⁹ Stephen P. Ferris, David Javakhadze, Tijana Rajkovic, The international effect of managerial social capital on the cost of equity. *Journal of Banking and Finance*. Volume 71. 2017. Pagina 69.

etica e il sostegno alle cause sociali, sono fattori fondamentali per costruire e preservare la reputazione.

Il rischio reputazionale aumenta nel momento cui entrano in gioco i media, soprattutto se la notizia riguarda la denuncia di comportamenti scorretti da parte delle imprese¹⁴⁰. L'impatto di una copertura mediatica negativa sul costo del capitale azionario può essere dovuto non solo all'applicazione di un premio per il rischio del *Corporate Social Irresponsibility*, ma anche alla riduzione della base degli investitori che preferiscono investire in aziende impegnate in attività socialmente responsabili o disinvestire in quelle irresponsabili. Questo porta con sé l'ipotesi che un aumento del rischio reputazionale di un'impresa derivante da una cattiva condotta ESG aziendale può essere positivamente associato a un aumento del costo del capitale proprio. Per misurare il livello e l'andamento del rischio reputazionale di un'azienda viene utilizzato il RepRisk Index o RRI. Questo dipende dal contenuto dell'incidente di rischio, dalle conseguenze dell'incidente di rischio, dalla portata dell'impatto in termini di numero di persone coinvolte, dal numero di lettori/circolazione delle informazioni e dalla frequenza e tempistica degli incidenti di rischio ESG.

Il modello empirico per esaminare l'impatto sul costo del capitale proprio vede come variabile dipendente il costo del capitale e l'RRI come variabile esplicativa.

¹⁴⁰ Becchetti L., Cucinelli D., Ielasi F., Rossolini M., Corporate social irresponsibility: The relationship between ESG misconduct and the cost of equity. *International Review of Financial Analysis*. Volume 89. 2023.

Nel modello sono state poi inserite diverse variabili di controllo, come il totale delle attività, il rendimento del capitale proprio come misura della redditività dell'impresa, i contenziosi, la perdita fittizia e la probabilità di fallimento come indicatore del disagio finanziario¹⁴¹. Seguendo le ricerche precedenti, si ipotizza che una società con un RRI inferiore possa essere considerata meno rischiosa, affrontando un costo del capitale proprio inferiore, mentre un'azienda con un RRI alto relativo alla cattiva condotta porta ad un aumento del costo.

Lo studio dimostra che c'è una relazione significativa e positiva tra il costo del capitale e l'RRI e questa va a confermare l'ipotesi secondo cui l'aumento del rischio reputazionale di un'impresa dovuto a una cattiva condotta ESG è associate positivamente ad un aumento del costo del capitale proprio.

L'attenzione dei media e degli stakeholder dipende dalla specifica tipologia di evento che coinvolge l'azienda. La rilevanza mediatica ambientale, sociale o di governance può produrre diversi livelli di interesse tra gli investitori. A questo scopo, l'RRI viene scomposto in tre indicatori, ciascuno dei quali rappresenta il peso delle menzioni sul totale delle notizie sull'argomento specifico. Più alta è la percentuale, maggiore è l'*hype* mediatico su una particolare questione ESG¹⁴².

¹⁴¹ Becchetti L., Cucinelli D., Ielasi F., Rossolini M., Corporate social irresponsibility: The relationship between ESG misconduct and the cost of equity. *International Review of Financial Analysis*. Volume 89. 2023. Pagina 5.

¹⁴² Becchetti L., Cucinelli D., Ielasi F., Rossolini M., Corporate social irresponsibility: The relationship between ESG misconduct and the cost of equity. *International Review of Financial Analysis*. Volume 89. 2023. Pagina 6.

I risultati evidenziano che le condotte scorrette legate al fattore S sono le uniche statisticamente significative e questo può essere legato al fatto che gli azionisti sono più sensibili ai fattori sociali perché sono quelli che colpiscono direttamente gli stakeholder rilevanti, come i dipendenti, i soggetti della catena di forniture e la comunità di riferimento. Una condotta scorretta in questo ambito può far aumentare considerevolmente il rischio percepito dagli azionisti, incidendo sul costo del capitale proprio. L'RRI è positivo e statisticamente correlato al costo del capitale proprio e ciò significa che è cruciale nel definire il costo del capitale netto.

2.4.2 Sostenibilità ESG e costo del capitale di debito

Al giorno d'oggi, gli istituti di credito valutano sia la performance che la divulgazione ESG, integrando tali informazioni nelle loro decisioni sul credito. L'integrazione delle informazioni sulle pratiche ESG di un'impresa può mitigare i rischi, riducendo il costo addebitato all'impresa¹⁴³.

Le conseguenze economiche positive o negative derivanti dalle pratiche ESG sono oggetti di dibattito iniziato più di cinquanta anni fa. Nel 1958, l'economista Theodore Levitt attraverso l'articolo "*The dangers of social-responsibility*", sottolineò il fatto che il welfare e la società non sono affari dell'azienda, ma il suo

¹⁴³ Yasser Eliwa, Ahmed Aboud, Ahmed Saleh, ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*. Volume 79 (2021). Pagina 3.

compito è fare soldi¹⁴⁴. Questa prospettiva è coerente con le decisioni creditizie prese dagli istituti di credito che basano il loro giudizio sulla posizione finanziaria e sulla performance dell'impresa mutuataria per stimare il rischio di default. Seguendo il suo pensiero, gli istituti di credito sono interessati a informazioni quantitative verificabili e oggettive, come la redditività e la liquidità dell'impresa mutuataria, per capire la sua capacità di ripagare il debito contratto. Queste informazioni non sono più sufficienti per la valutazione della concessione, soprattutto quando diversi istituti nel 2012 hanno firmato la Dichiarazione delle banche sull'ambiente e lo sviluppo sostenibile del Programma ambientale delle Nazioni Unite (UNEP)¹⁴⁵. Infatti, successivamente, gli istituti di credito hanno iniziato a integrare le informazioni ESG nelle loro operazioni interne includendole nella loro lista di controllo per la valutazione e la gestione del rischio. Le imprese con un alto livello di divulgazione ESG riducono l'asimmetria informativa con gli istituti sul loro impegno per il rispetto delle tematiche ESG e questo si traduce in una riduzione del costo del debito. Sulla base di questo si può ipotizzare che esiste una relazione negativa tra la divulgazione dei fattori ESG da parte delle imprese e il loro costo del debito.

¹⁴⁴ Theodore Levitt, The dangers of social responsibility. Harward Business Review. Ottobre 1958. Pagina 47.

¹⁴⁵ Yasser Eliwa, Ahmed Aboud, Ahmed Saleh, ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. Critical Perspectives on Accounting. Volume 79 (2021). Pagina 5.

Per testare questa ipotesi, viene utilizzato il rapporto tra gli interessi passivi dell'impresa e il suo debito medio, come misura per il costo del capitale di debito e quattro variabili di controllo che sono correlate in modo significativo al costo del debito, come la dimensione dell'azienda (Size), la leva finanziaria (LEV), il rendimento degli asset (ROA) e il tasso di copertura degli interessi (IntCov). Perciò, il costo del capitale di debito sarà pari a:

$$CoD_{i,t} = \alpha + \beta_1 Size_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 IntCov_{i,t} + \beta_5 ESG_{i,t}^k$$

dove ESG è il punteggio delle pratiche ESG e k rappresenta la performance ESG o l'informativa ESG.

I risultati del modello di regressione suggeriscono una relazione negativa e statisticamente significativa tra il costo del debito e la performance ESG. Questo significa che all'aumentare della performance ESG, diminuisce l'importo degli interessi che gli istituti di credito sono disposti a ricevere. Allo stesso modo, tra la divulgazione ESG e il costo c'è una relazione negativa e statisticamente significativa. Questa è la prova del fatto che un alto livello di divulgazione ESG rende l'azienda più trasparente nei confronti degli istituti di credito che sono più propensi a concedere prestiti ad un costo inferiore, rispetto a chi ha un basso livello divulgativo.

Il punteggio totale della performance ESG viene poi scomposto per le singole componenti, in modo da testare la relazione tra costo e componenti ambientale, sociale e di governance. Lo studio mostra una significativa associazione negativa

tra il costo del debito e la dimensione ambientale e sociale, ma non per il fattore di governance aziendale. La relazione residuale tra la dimensione della governance aziendale e il costo del debito potrebbe essere compensata dalla relazione inversa che si instaura tra la dimensione ambientale e sociale e il costo del debito¹⁴⁶.

Analogamente, si è effettuata una scomposizione per le singole dimensioni della divulgazione ESG e vengono mostrate tre relazioni significativamente inverse con il costo del debito. La dimensione ambientale ha un impatto maggiore rispetto alle altre due per il fatto che gli istituti di credito danno una priorità alle informazioni ambientali nel loro processo di valutazione del merito creditizio¹⁴⁷. Tutti i risultati presentati suggeriscono quindi che le aziende possono trarre vantaggio dall'aumento del livello di performance e informativa ESG, che si traducono in un minor costo del capitale addebitato dagli istituti di credito.

2.4.3 I criteri ESG e le caratteristiche del debito

La crescente propensione degli istituti finanziari a considerare i fattori ESG nelle decisioni di concessione del credito ha portato ad aumenti dello spread di prestiti più ampi e requisiti più severi per le numerose aziende con scarsa reputazione

¹⁴⁶ Yasser Eliwa, Ahmed Aboud, Ahmed Saleh, ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*. Volume 79 (2021). Pagina 11.

¹⁴⁷ Yasser Eliwa, Ahmed Aboud, Ahmed Saleh, ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*. Volume 79 (2021). Pagina 11.

ESG¹⁴⁸. Le banche possono acquisire un flusso costante di informazioni dai loro mutuatari e questo consente di effettuare un monitoraggio superiore del debito. Poiché le banche sono in grado di monitorare i mutuatari e individuare facilmente i comportamenti scorretti delle imprese, le imprese con un'elevata esposizione al rischio ESG hanno forti incentivi a nascondere i propri comportamenti scorretti evitando di ricorrere ai prestiti bancari, soprattutto in un ambiente in cui non esiste una legislazione obbligatoria in materia di informativa ESG. Questo porta all'ipotesi che le imprese con una maggiore esposizione al rischio ESG fanno meno affidamento sui prestiti bancari per evitare restrizioni e il monitoraggio dagli istituti di credito¹⁴⁹.

La scelta del debito non va studiata solo dalla parte della domanda, ma anche in quella offerta. La disponibilità di prestiti bancari ha un impatto diretto sulla struttura del capitale di un'impresa, mentre la contrazione dell'offerta di prestiti bancari fa aumentare il ricorso al mercato del debito obbligazionario pubblico. Dal punto di vista degli istituti di credito, concedere prestiti a soggetti che hanno una copertura mediatica negativa è un rischio per la loro stessa reputazione e vi è la probabilità di un mancato rimborso del prestito e quindi dell'interruzione della relazione di prestito esistente. Le banche legate a mutuatari con episodi ESG negativi sono

¹⁴⁸ David P. Newton, Steven Ongena, Ru Xie, Binru Zhao, Firm ESG Reputation Risk and Debt Choice. Ottobre 2022. Pagina 1.

¹⁴⁹ David P. Newton, Steven Ongena, Ru Xie, Binru Zhao, Firm ESG Reputation Risk and Debt Choice. Ottobre 2022. Pagina 6.

incentivate a tagliare i crediti per evitare scandali e proteggere la propria reputazione e il proprio capitale sociale. Questo porta le imprese con una reputazione ESG sfavorevole a scegliere le obbligazioni pubbliche come tipo di debito principale per ridurre al minimo l'incertezza di un ritiro inaspettato dal rapporto di prestito. Un maggiore rischio di reputazione ESG dell'impresa, perciò, è associato positivamente alla probabilità di passare dal debito bancario al debito pubblico, interrompendo il rapporto di prestito bancario¹⁵⁰.

Per testare le ipotesi di evitare il monitoraggio bancario e dell'interruzione del rapporto di prestito, viene utilizzato il RepRisk Index (RRI) per le esposizioni al rischio correlate alle questioni ESG, oltre ad altre variabili di controllo come, il totale delle attività del mutuatario (*Firm Size*), la leva finanziaria (*Firm Leverage*), il rapporto tra il reddito operativo prima degli ammortamenti e il totale delle attività (*Firm Profit*) e il rapporto tra le disponibilità liquide e il totale delle attività (*Cash ratio*).

Per la prima ipotesi, la scelta del debito è pari a:

$$Debt\ Choice_{i,t} = \alpha_1 RRI_{it} + \beta_t X_{it}$$

¹⁵⁰ David P. Newton, Steven Ongena, Ru Xie, Binru Zhao, Firm ESG Reputation Risk and Debt Choice. Ottobre 2022. Pagina 7.

La variabile dipendente è la misura della scelta del debito, rappresentata da $Bank\ Debt_{i,t}$ che misura la percentuale di debito bancario sul debito totale di un'impresa e $Bond\ Debt_{i,t}$ che misura la percentuale di debito pubblico sul debito totale di un'impresa. L'interesse principale è la dimensione, il segno e la significatività statistica dei coefficienti RRI che catturano l'esposizione al rischio ESG dell'impresa. X_{it} è un insieme di variabili di controllo che possono influenzare la scelta del debito. Lo studio mostra due diverse relazioni:

1. Una relazione negativa e statisticamente significativa tra l'esposizione al rischio ESG di un'impresa e la percentuale di debito bancario sulla struttura del debito dell'impresa;
2. Una relazione positiva e statisticamente significativa tra l'esposizione al rischio ESG di un'impresa e il ricorso al debito pubblico.

Includendo le variabili di controllo sulle caratteristiche specifiche dell'impresa viene dimostrato che le imprese più grandi, quelle con un indice di leva finanziaria più elevato e un indice di liquidità più alto dipendono meno dai prestiti bancari e più dal debito pubblico¹⁵¹. Inoltre, la redditività delle imprese è positivamente correlata a una maggiore dipendenza dal debito bancario e a una minore dipendenza dal debito pubblico. Nel complesso, i risultati sono coerenti con l'ipotesi che le

¹⁵¹ David P. Newton, Steven Ongena, Ru Xie, Binru Zhao, Firm ESG Reputation Risk and Debt Choice. Ottobre 2022. Pagina 13.

imprese con una maggiore esposizione al rischio ESG scelgano i titoli pubblici per evitare il controllo e isolarsi dal monitoraggio.

Per capire quale componente del rischio ESG determina un minor ricorso al debito bancario da parte dell'impresa, l'RRI viene suddiviso in tre componenti che rappresentano l'esposizione al rischio ambientale, sociale e governance. Per quanto riguarda la percentuale di ricorso al debito bancario non c'è un fattore che più degli altri va ad incidere sul ricorso. Questo non vale per il ricorso al debito pubblico in cui i fattori S e G sono quelli che vanno ad incidere maggiormente sulla relazione positiva tra rischio e ricorso. I detentori del debito, in quanto finanziatori esterni, non sono sempre in grado di individuare tempestivamente la cattiva condotta delle imprese e i comportamenti irresponsabili causati dai rischi ESG. A causa di questa asimmetria informativa tra le imprese e i detentori del debito, le imprese che affrontano rischi significativi evitano di contrarre prestiti con le banche proprio per nascondere la loro cattiva condotta al monitoraggio bancario.

Per quando riguarda la specifica tipologia di debito, Standard & Poor ha scoperto che circa due terzi delle imprese fanno affidamento su obbligazioni senior¹⁵², un quinto su obbligazioni subordinate e circa il 5% su carta commerciale. Se prevalesse

¹⁵² Le obbligazioni senior sono titoli di credito che assegnano al detentore il diritto a vedersi rimborsato per primo, in caso di liquidazione o fallimento della banca; le obbligazioni subordinate caratterizzati dal fatto che nel caso di liquidazione o fallimento della società, essi saranno rimborsati successivamente ai crediti spettanti agli obbligazionisti senior.

l'ipotesi di evitare il monitoraggio bancario, le imprese con una maggiore esposizione al rischio ESG si indebiterebbero di più con i prestiti a termine rispetto ai prestiti revolver, dato che quest'ultimi sono prestiti tipicamente utilizzati per finanziare progetti a lungo termine e i requisiti di monitoraggio sono più elevati. Per quanto riguarda le obbligazioni, invece, gli investitori preferiscono detenere obbligazioni senior più sicure piuttosto che obbligazioni subordinate emesse da imprese con un'elevata esposizione al rischio ESG¹⁵³. Nel complesso, i risultati confermano l'ipotesi secondo cui le imprese con un rischio ESG significativo si affidano a obbligazioni senior per le scadenze più lunghe e alle commercial paper per le scadenze più brevi, piuttosto che ai prestiti revolver proprio per evitare il rigido monitoraggio.

Per quanto riguarda la seconda ipotesi, lo shock reputazionale da parte dei mutuatari renderebbe più difficile per le banche estendere le loro attività in futuro e porta a una riduzione dell'offerta di prestiti alle imprese con maggiori incidenti di rischio ESG. La probabilità di interruzione della relazione di prestito, insieme alla volontà delle imprese ad evitare il monitoraggio porta a una riduzione significativa della probabilità di contrarre nuovi prestiti bancari.

¹⁵³ David P. Newton, Steven Ongena, Ru Xie, Binru Zhao, Firm ESG Reputation Risk and Debt Choice. Ottobre 2022. Pagina 16.

Per esaminare l'ipotesi, si stima il seguente modello¹⁵⁴:

$$New\ Deby\ issuance_{i,t} = \alpha_1 Nr_News_{it} + \beta_t X_{it}$$

dove Nr_News_{it} è la variabile esplicativa principale che misura la quantità di copertura giornalistica negativa sull'impresa. I risultati della ricerca mostrano che esiste una relazione negativa e statisticamente significativa tra la probabilità di emettere nuovo debito bancario e il numero di notizie ESG negative. Inoltre, viene segnalata anche un'associazione positiva tra la probabilità di emettere obbligazioni pubbliche e il numero di notizie ESG sfavorevoli.

Nel caso in cui l'impresa voglia cambiare finanziatore, la probabilità di cambiare scelta è pari a:

$$Pr(Same_{i,t}) = \phi(\alpha_1 RRI_{it} + \beta_t X_{it})$$

dove ϕ indica la funzione di distribuzione cumulativa della probabilità che un'impresa cambi scelta di debito. La copertura giornalistica negativa Nr_News_{it} è associata negativamente alla probabilità di mantenere la stessa emissione di prestiti, indicando che le imprese con una maggiore copertura di notizie ESG negative hanno meno probabilità di continuare a contrarre prestiti bancari. Inoltre, le imprese con una maggiore copertura di notizie ESG negative hanno più probabilità di continuare a contrarre prestiti dal mercato obbligazionario pubblico. Questo è molto probabile se le imprese emettono debito pubblico per eliminare il

¹⁵⁴ David P. Newton, Steven Ongena, Ru Xie, Binru Zhao, Firm ESG Reputation Risk and Debt Choice. Ottobre 2022. Pagina 18.

rischio di interruzioni impreviste dei finanziamenti ed evitare un monitoraggio più severo da parte delle banche¹⁵⁵. Nel complesso i risultati suggeriscono che la frequenza di notizie negative relative all'ESG agisce come uno shock reputazionale esogeno, riducendo la probabilità di contrarre un debito bancario e aumentando la probabilità di passare dal debito bancario al pubblico¹⁵⁶.

Nell'ambito di questo paragrafo dedicato al rapporto tra criteri ESG e caratteristiche dell'indebitamento aziendale è interessante studiarne le implicazioni nel contesto della teoria dell'ordine gerarchico o del pecking order. Questa teoria, resa popolare nel 1984 da Stewart Myers e Nicolas Majluf, afferma che i manager seguono una gerarchia quando considerano le fonti di finanziamento per l'impresa. La teoria dell'ordine gerarchico parte dall'asimmetria informativa che è definita come l'accesso eterogeneo alle informazioni tra le parti, come mutuatari e finanziatori¹⁵⁷. I manager in genere possiedono più informazioni riguardanti le prestazioni, le prospettive, i rischi e le prospettive future dell'azienda rispetto agli utenti esterni come i creditori e i nuovi azionisti e mantenere queste informazioni private avvantaggia l'impresa. Nel contesto della teoria dell'ordine gerarchico la scelta ricade, in primo luogo, sull'autofinanziamento che proviene direttamente

¹⁵⁵ David P. Newton, Steven Ongena, Ru Xie, Binru Zhao, Firm ESG Reputation Risk and Debt Choice. Ottobre 2022. Pagina 19.

¹⁵⁶ David P. Newton, Steven Ongena, Ru Xie, Binru Zhao, Firm ESG Reputation Risk and Debt Choice. Ottobre 2022. Pagina 19.

¹⁵⁷ Panagiotis A., Stylianos a., Xinyu Li, The role of environmental, social, and governance rating on corporate debt structure. Journal of Corporate Finance. Volume 83. Dicembre 2023. Pagina 3.

dall'azienda e riduce al minimo l'asimmetria informativa, seguita dal debito, dalle forme ibride di debito/capitale azionario, come il debito convertibile o le azioni di risparmio, ed infine sul capitale azionario.

La teoria suggerisce che le imprese cercano fonti di finanziamento interne più "sicure" e nello specifico se le imprese hanno un budget finanziario insufficiente e hanno bisogno di capitali, la prima fonte è liquidità interna, seguita poi dal debito e infine dal capitale proprio (Myers e Majluf, 1984)¹⁵⁸. Secondo questa teoria, le imprese tendono a preferire fonti di finanziamento interne, come l'autofinanziamento o il debito rispetto al capitale proprio. Tuttavia, sebbene sia il debito privato (prestiti bancari) che il debito pubblico (obbligazioni) siano più interni del capitale, hanno delle priorità diverse. I prestiti bancari sono trattati come debito interno perché le banche hanno il loro sistema di monitoraggio per acquisire informazioni sulle imprese. In questo caso, il prestito bancario presenta un'informazione meno asimmetrica e ciò fa dei prestiti bancari un'opzione di finanziamento interna più "sicura" rispetto all'emissione di obbligazioni. I prestiti privati sono preferiti considerando sia dal lato della domanda che dell'offerta. Dal punto di vista dei mutuatari, l'utilizzo dei prestiti bancari fa sì che le imprese ottengano rendimenti più elevati attraverso la diminuzione dei costi e l'aumento dei premi. Le banche offrono anche una maggiore flessibilità di rinegoziazione, rispetto

¹⁵⁸ Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*. Volume 13. Febbraio 1984. Pagine 187 – 221.

alle obbligazioni in cui gli obbligazionisti sono dispersi¹⁵⁹. Dal punto dell'offerta, le banche preferiscono mantenere un rapporto commerciale a lungo termine con le aziende con rating ESG, perché è più probabile che divulgano informazioni per dimostrare elevati standard etici, portando a minori costi di monitoraggio. Inoltre, le imprese socialmente responsabili hanno opportunità di crescita più ricche ed essendo meno rischiose le banche potrebbero abbassare i requisiti di garanzie e covenant, rendendo i prestiti bancari ancora più allettanti dell'emissione di obbligazioni. Pertanto, è possibile ipotizzare che le imprese che ottengono un rating ESG ridistribuiscono i finanziamenti da fonti esterne a fonti interne, cioè dall'emissione di obbligazioni ai prestiti bancari¹⁶⁰.

Questi risultati vanno a supportare l'ipotesi secondo cui quando un'azienda ottiene un rating, dà un segnale al pubblico, portando a ridurre l'asimmetria informativa e a migliorare l'accesso ai finanziamenti. Sebbene i rating ESG non abbiano effetti sul rapporto della leva finanziaria, le imprese tendono a ristrutturare il proprio indebitamento verso fonti di finanziamento più interne, come il debito bancario ed obbligazionario, rispetto al capitale proprio. Considerando poi la molteplicità delle tipologie di debito che le aziende possono contrarre, come i prestiti revolving, i prestiti a breve, le obbligazioni senior o subordinate o i leasing, si riscontra una

¹⁵⁹ Panagiotis A., Stylianos a., Xinyu Li, The role of environmental, social, and governance rating on corporate debt structure. *Journal of Corporate Finance*. Volume 83. Dicembre 2023. Pagina 4.

¹⁶⁰ Panagiotis A., Stylianos a., Xinyu Li, The role of environmental, social, and governance rating on corporate debt structure. *Journal of Corporate Finance*. Volume 83. Dicembre 2023. Pagina 4.

riduzione delle obbligazioni senior e un aumento dei prestiti di breve scadenza. Pertanto, la ristrutturazione del debito per le imprese verterà su queste due componenti del debito¹⁶¹.

L'analisi mostra che l'acquisizione di un rating ESG svolge un ruolo importante nella struttura del capitale aziendale, fornendo non solo l'opzione di ristrutturazione del debito, ma va a minimizzare le asimmetrie informative, offrendo un modo diretto per gli investitori di valutare la sostenibilità aziendale e la conformità alle normative. Pertanto, il rating ESG consente alle aziende di trasmettere ai mercati dei capitali un segnale trasparente e visibile delle loro informazioni non finanziarie, che può aiutare gli investitori a prendere decisioni più informate e consapevoli. Gli investitori incorporano sempre più spesso i fattori ambientali, sociali e di governance nell'identificazione dei rischi materiali e delle opportunità di crescita delle diverse imprese in cui vogliono investire. Di conseguenza, la necessità di rating ESG e di un quadro normativo ESG, al passo con la crescente domanda e le sfide in continua evoluzione, è essenziale in quanto tali rating riducono le informazioni asimmetriche tra manager e investitori, forniscono una visione più trasparente della responsabilità ESG dell'azienda, rivelano le prospettive future dell'azienda a favore della conformità ESG e influenzano i vincoli di prestito¹⁶².

¹⁶¹ Panagiotis A., Stylianos a., Xinyu Li, The role of environmental, social, and governance rating on corporate debt structure. *Journal of Corporate Finance*. Volume 83. Dicembre 2023. Pagina 9.

¹⁶² Panagiotis A., Stylianos a., Xinyu Li, The role of environmental, social, and governance rating on corporate debt structure. *Journal of Corporate Finance*. Volume 83. Dicembre 2023. Pagina 17.

Nel corso di questo capitolo stati analizzate diverse relazioni supportate da analisi e ricerche di studiosi di materie economiche e finanziarie. Nella tabella 2 viene fornita una sintesi degli studi in esame, evidenziando le variabili utilizzate nei lavori esaminati, il segno delle relazioni e i principali risultati delle ricerche.

Tabella 2. Sintesi dei principali studi analizzati riguardanti il rapporto tra finanza aziendale e i criteri ESG

Autori	Variabile dipendente	Variabile indipendente	Segno	Risultato
Ali Fatemi, Martin Glaum, Stefanie Kaiser (2018)	Valore dell'impresa	Divulgazione informativa ESG	-	Lo studio ha dimostrato che la divulgazione delle informazioni in ambito ESG va a ridurre il valore dell'impresa.
Yannik Bofinger, Kim J. Heydenb, Björn Rockc (2021)	Valore dell'impresa	Corporate Social Responsibility	+	L'impegno ESG va ad influenzare la valutazione del valore dell'impresa aumentando il divario tra il valore di mercato e il valore reale.
Zhongfei Chen, Guanxia Xie (2022)	Performance finanziaria	Informazioni ESG	+	Il coefficiente di regressione della divulgazione ESG è significativamente positiva, perciò, la divulgazione di informazioni ESG contribuisce a migliorare la performance finanziaria.
Paola de Vincentiis (2022)	Rendimento delle azioni	Notizie ESG	+	A seguito della notizia, positiva o negativa, il mercato azionario e i rendimenti reagiscono di conseguenza. Gli effetti, però, subiscono un'inversione subito dopo l'arrivo della notizia. In questo senso l'influenza delle notizie ESG sui rendimenti è solo transitoria.

Anthony C. Ng, Zabihollah Rezaee (2015)	Costo del capitale proprio	Performance ESG	-	La ricerca ha dimostrato che le iniziative e miglioramenti ESG possono incidere positivamente sulla performance finanziaria e consentire un migliore accesso al capitale. Le prestazioni ambientali e di sostenibilità della governance sono correlate negativamente, andando a ridurre il costo del capitale, mentre quelle sociali non hanno un impatto significativo, perciò, aziende con forti iniziative di sostenibilità sociale non godono di un costo inferiore
Leonardo Becchetti, Doriana Cucinelli, Federica Ielasi, Monica Rossolini (2023)	Costo del capitale proprio	Condotta ESG	+	La condotta aziendale irresponsabile dà un segnale agli investitori influenzando la loro percezione del rischio reputazionale dell'impresa e incidendo sul costo del capitale.
Yasser Eliwa, Ahmed Abud, Ahmed Saleh (2021)	Costo del debito	Livello di divulgazione ESG	-	Le aziende traggono vantaggio nell'aumentare il livello di divulgazione dimostrandosi più trasparenti nei confronti degli istituti di credito, traducendosi in un minor costo del capitale.
David P. Newton, Steven Ongena, Ru Xie, Binru Zhao (2022)	Scelta del debito	Rischio reputazionale ESG	+/-	Le aziende più esposte al rischio reputazionale sono meno propense a contrarre nuovo debito bancario, per evitare un maggiore monitoraggio da parte delle banche. Questo porta le imprese ad aumentare il ricorso al debito obbligazionario (relazione positiva) e ridurre di conseguenza il debito bancario (relazione negativa).
Panagiotis Asimakopoulos, Stylianios Asimakopoulos, Xinyu Li (2023)	Preferenza nella scelta delle fonti di finanziamento	Punteggio ESG	+	L'ottenimento di un rating ESG va a ridurre le asimmetrie informative, facendo sì che le banche siano più propense a concedere fonti più sicure alle imprese. Inoltre, porta le imprese a redistribuire la loro fonte di finanziamento dall'emissione di obbligazioni ai prestiti bancari.

Fonte: Rielaborazione personale.

3. LA VALUTAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ

3.1 L'ANALISI DELLA MATERIALITÀ

I principi ESG sono una tematica molto importante per le aziende, grazie ai risvolti positivi che ne possono derivare. Non tutto ciò che riguarda gli ESG ha un risvolto finanziario sull'impresa, ma solo ciò che è materiale. Il termine *materialità* viene utilizzato per descrivere l'impatto finanziario attribuito a specifici fattori ambientali, sociali o di governance. Una questione ESG ha valenza materiale se influisce, o potrebbe influire, sul valore futuro dell'azienda¹⁶³. Per capire quali temi relativi all'ambiente, al capitale umano, al capitale sociale, all'innovazione e alla governance aziendale sono rilevanti per l'azienda è necessario fare l'analisi di materialità. L'analisi è il processo che consente di trasferire i 17 Sustainable Development Goals (SDGs) definiti delle Nazioni Unite nel 2015 (figura 17)¹⁶⁴ nella realtà di ogni singola impresa e della sua specifica capacità di generare valore. Un componente essenziale è il principio della cosiddetta *doppia materialità*, che comprende sia gli impatti prodotti dalle attività delle aziende sui fattori di sostenibilità, sia i rischi ambientali e sociali a cui sono esposte. Questo concetto, ha fatto la sua comparsa nella normativa europea nel 2019 come evoluzione del principio di materialità che, se correttamente applicato, è fonte di importanti

¹⁶³ Michelle Dunstan, Cosa sono i fattori ESG e perché ci stanno a cuore? Janus Henderson Investors. Disponibile su <https://www.janushenderson.com/it-it/investor/article/what-is-esg-and-why-do-we-care/#:~:text=Una%20questione%20ESG%20ha%20valenza,tra%20le%20aziende%20e%20i%20settori>.

¹⁶⁴ United Nations, Do you know all 17 SDGs? Disponibile su <https://sdgs.un.org/goals>.

opportunità nell'ambito del processo di transizione, in termini sia di valutazione, sia di trasparenza¹⁶⁵.

Figura 17. The Sustainable Development Goals (SDGs)



Fonte. United Nations

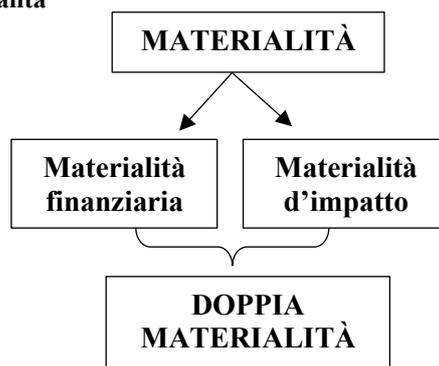
Quando le aziende devono capire se un tema è materiale o meno, devono considerare la materialità finanziaria e quella d'impatto. La materialità finanziaria identifica gli aspetti di sostenibilità finanziariamente rilevanti per le imprese o che vanno ad influire sul suo valore¹⁶⁶. La materialità d'impatto, invece, riguarda le ricadute dirette ed indirette dell'attività aziendale sull'ambiente o sul

¹⁶⁵ Francesco Biciato, Disclosure ESG e doppia materialità per la transizione. ESG Business Review n° 7 - marzo 2022. Pagina 8.

¹⁶⁶ Pier Paolo Baldi, La nuova Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD) e revisione contabile sui dati non finanziari - Il concetto di materialità: definizioni e sviluppi futuri. Commissione ESG, Sviluppo Sostenibile e Corporate Reporting. ODCEC Roma. 17/01/2023.

rispetto dei diritti fondamentali¹⁶⁷. Il principio di materialità, che verrà approfondito nel capitolo, e le sue due componenti vengono rappresentate nella figura 18.

Figura 18. La materialità



Fonte. Rielaborazione personale

Le performance di sostenibilità delle aziende e i temi finanziariamente materiali sono fondamentali per gli investitori, mentre i temi riconducibili alla materialità di impatto hanno delle conseguenze anche sulla sostenibilità complessiva del nostro modello di sviluppo del paese. Questo porta a vedere la materialità come una matrioska, in cui la parte esterna riguarda la materialità d'impatto, cioè tutti i temi che riguardano l'impatto specifico dell'azienda sulla società e ambiente, mentre al suo interno c'è la materialità finanziaria, cioè tutti i temi che impattano sul modello di business e sull'operatività di una specifica impresa. Le imprese vanno ad agire su entrambe le materialità, ma nel primo caso significa andare a ridurre l'impatto

¹⁶⁷ Redazione ESG360, Materialità: parola chiave per comprendere il valore della sostenibilità. ESG360. 2 febbraio 2022.

del modello di business sulla sostenibilità del sistema economico, dando il proprio contributo allo sforzo collettivo, mentre nel caso della materialità finanziaria significa allineare le strategie aziendali al nuovo scenario globale, cercando di trovare valore e profittabilità all'interno delle transizioni che si sta delineando¹⁶⁸. Si va verso il cambiamento di uno scenario culturale in cui verranno richieste sempre più risorse che molto spesso sono ingenti per affrontare questo cambiamento. L'unico modo per affrontarlo è quello di allineare gli obiettivi di sostenibilità e di business per creare i presupposti per mobilitare risorse quantitativamente e qualitativamente adeguate. Il fatto che le imprese si focalizzano su temi finanziariamente materiali ha come base proprio quella di mobilitare le risorse finanziarie e non necessarie per la transazione sostenibile su obiettivi di redditività e di profitto per garantire gli investimenti necessari per la continuità e la profittabilità delle imprese e del sistema economico e sociale nel medio periodo¹⁶⁹. La doppia materialità, prendendo in considerazione sia la materialità finanziaria che di impatto, utilizza, rispettivamente, due prospettive differenti:

1. La prospettiva *outside-in*: l'azienda valuta i rischi e le opportunità derivanti dalla gestione di una determinata tematica ESG e l'impatto sulla performance

¹⁶⁸ Redazione ESG360, Materialità: parola chiave per comprendere il valore della sostenibilità. ESG360. 2 febbraio 2022.

¹⁶⁹ Redazione ESG360, Materialità: parola chiave per comprendere il valore della sostenibilità. ESG360. 2 febbraio 2022.

economico-finanziaria¹⁷⁰, come i costi di adattamento alle normative, i conflitti nei paesi fornitori e la regolamentazione politica.

2. La prospettiva *inside-out*: l'azienda pone l'attenzione agli impatti positivi e negativi, attuali e potenziali, che la gestione di una determinata tematica ESG può generare verso gli stakeholder¹⁷¹, come le emissioni di gas serra, i diritti dei lavoratori e la corruzione.

Ad esempio, un'impresa con un forte impatto ambientale dal punto di vista delle emissioni di CO₂ va a generare un effetto negativo sull'ambiente e su diverse categorie di stakeholder, quali la comunità locale, i collaboratori, i clienti. L'impatto negativo si verifica sul lato *inside-out*. L'azienda può incorrere in sanzioni e trovarsi a sostenere investimenti per adeguare impianti e macchinari e per conformarsi ad una normativa ambientale sempre più stringente, oppure può vedersi applicate delle condizioni più gravose nei rapporti finanziari. L'impatto negativo in questo caso è sul lato *outside-in*.

La lista che risulta dall'analisi di materialità consente una mappatura dei valori che caratterizzano l'etica e l'operato dell'impresa. L'output finale dell'analisi è la matrice della materialità che deriva da un percorso di collaborazione tra l'azienda

¹⁷⁰ Pier Paolo Baldi, La nuova Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD) e revisione contabile sui dati non finanziari - Il concetto di materialità: definizioni e sviluppi futuri. Commissione ESG, Sviluppo Sostenibile e Corporate Reporting. ODCEC Roma. 17/01/2023.

¹⁷¹ Pier Paolo Baldi, La nuova Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD) e revisione contabile sui dati non finanziari - Il concetto di materialità: definizioni e sviluppi futuri. Commissione ESG, Sviluppo Sostenibile e Corporate Reporting. ODCEC Roma. 17/01/2023.

e tutti i portatori d'interesse¹⁷². Il percorso parte dallo *stakeholder engagement* che consiste nell'intervistare i vari portavoce di ogni gruppo per capire le loro aree di interesse e le loro priorità rispetto ai temi ESG. A seguito dei risultati emersi dall'interrogazione e dal confronto, applicando un'analisi di materialità si va a costruire una lista in cui sono elencati tutti gli aspetti più rilevanti legati agli obiettivi di sostenibilità economica, ecologica e sociale dell'organizzazione. La traduzione grafica fornisce una fotografia istantanea dell'analisi e del confronto tra l'azienda e i suoi stakeholder. Utilizzando questa tipologia di grafico, si posizionano sull'asse delle Y i valori rilevanti per l'azienda e sull'asse delle X i valori rilevanti per gli stakeholder. Dal posizionamento di ogni tematica si ha una visione chiara e intuitiva di quali rientrano nel radar dell'azienda e quale sia il loro ordine di importanza¹⁷³.

Le aziende per soddisfare la richiesta da parte degli investitori di informazioni sulla sostenibilità comparabili, coerenti e finanziariamente materiali possono utilizzare gli standard del Sustainability Accounting Standards Board (SASB). Il Sustainability Accounting Standards Board è un'organizzazione costituita nel 2011 con l'obiettivo di sviluppare standard che permettano alle aziende di riferire sulle

¹⁷² Laura Zanotti, Matrice di materialità: che cos'è, come si fa e perché l'analisi è così importante. ESG360. 23 febbraio 2022. Disponibile su <https://www.esg360.it/esg-world/matrice-di-materialita-cose-come-si-fa-importanza-analisi/>

¹⁷³ Laura Zanotti, Matrice di materialità: che cos'è, come si fa e perché l'analisi è così importante. ESG360. 23 febbraio 2022. Disponibile su <https://www.esg360.it/esg-world/matrice-di-materialita-cose-come-si-fa-importanza-analisi/>

questioni ESG in modo concreto e utile per il processo decisionale degli investitori¹⁷⁴. Gli standard identificano il sottoinsieme di questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) più rilevanti ai fini della sostenibilità che hanno una ragionevole probabilità di avere un impatto sulle performance operative e finanziarie di una società e sul suo profilo di rischio¹⁷⁵. Questi consentono alle organizzazioni di fornire informazioni basate sul settore sui rischi e sulle opportunità legati alla sostenibilità che potrebbero ragionevolmente influenzare i flussi di cassa dell'entità, l'accesso ai finanziamenti o il costo del capitale nel breve, medio o lungo termine¹⁷⁶.

Il quadro normativo SASB comprende due strumenti che aiutano le organizzazioni a fornire informazioni specifiche per il settore. Il primo è la mappa della materialità che descrive visivamente come ventisei questioni generali di sostenibilità siano finanziariamente rilevanti per settantasette settori industriali, come quelli della produzione agricola o della fornitura di assistenza sanitaria. Le questioni definite dal SASB relative alla sostenibilità sono classificate in cinque dimensioni principali, cioè ambiente, capitale sociale, capitale umano, modello di business e innovazione, leadership e governance, come mostra la figura 19¹⁷⁷. La mappa aiuta

¹⁷⁴ APLANET, SASB: tutto quello che c'è da sapere sugli standard di sostenibilità. 5 febbraio 2024.

¹⁷⁵ Veronica Balocco, Criteri SASB: che cosa sono e perché sono importanti per il reporting ESG. ESG360. 12 settembre 2022. Disponibile su <https://www.esg360.it/esg-world/criteri-sasb-che-cosa-sono-e-perche-sono-importanti-per-il-reporting-esg/>

¹⁷⁶ SASB Standards overview. Per maggiori informazioni <https://sasb.ifrs.org/standards/>

¹⁷⁷ Boffo R., and R. Patalano, ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, 2020, pp 19-20, OECD Paris. Pagina 25.

le organizzazioni a capire quali questioni ESG sono rilevanti per i propri settori e perché devono essere misurate e segnalate¹⁷⁸.

Figura 19. SASB Materiality Map



Fonte. Boffo R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris.

I rischi e le opportunità legati alla sostenibilità che hanno maggiori probabilità di incidere delle principali dimensioni finanziarie variano a seconda del settore. La divulgazione basata sul settore va a ridurre i costi, minimizza l’opacità facendo emergere le informazioni più rilevanti per gli investitori. La mappa si basa sul *Sustainable Industry Classification System* (SICS) che raggruppa le aziende sulla

¹⁷⁸ IBM, Cos’è il SASB? Disponibile su <https://www.ibm.com/it-it/topics/sasb#:~:text=Mappa%20della%20materialit%C3%A0%3A%20la%20mappa,con%20sede%20negli%20Stati%20Uniti>.

base di rischi e opportunità condivisi legati alla sostenibilità per migliorare la comparabilità per il processo decisionale degli investitori¹⁷⁹.

Il secondo strumento è il *materiality finder* che viene utilizzata per confrontare aziende o settori sulla mappa e trovare tematiche di divulgazione pertinenti a settori specifici¹⁸⁰. L'utilizzo di questo strumento viene mostrato nella figura 20 e nella tabella 3 in cui sono stati confrontati quattro su settantasette settori: metalli e miniere, biotecnologie e prodotti farmaceutici, compagnie aeree e bevande analcoliche. Dal confronto si evince che i problemi rilevante per tutti e quattro i settori sono venti su ventisei, come mostra la figura 20¹⁸¹.

Figura 20. Relevant Issues

Ambiente	Capitale sociale	Capitale umano	Modello di business e innovazione	Leadership e governance
Emissioni di gas serra ?	Diritti umani e relazioni con la comunità ?	Pratiche di lavoro ?	Progettazione del prodotto e gestione del ciclo di vita ?	Etica professionale ?
Qualità dell'aria ?	Privacy del cliente	Salute e sicurezza dei dipendenti ?	Resilienza del modello di business	Comportamento competitivo ?
Gestione dell'energia ?	La sicurezza dei dati	Coinvolgimento, diversità e inclusione dei dipendenti ?	Gestione della catena di approvvigionamento ?	Gestione del contesto legale e normativo
Gestione delle acque e delle acque reflue ?	Accesso e convenienza ?		Approvvigionamento ed efficienza dei materiali ?	Gestione del rischio di incidenti critici ?
Gestione dei rifiuti e dei materiali pericolosi ?	Qualità e sicurezza del prodotto ?		Impatti fisici dei cambiamenti climatici	Gestione del rischio sistemico
Impatti ecologici ?	Benessere del cliente ?			
	Pratiche di vendita ed etichettatura dei prodotti ?			

Fonte. SASB

¹⁷⁹ SASB Standards overview. Per maggiori informazioni <https://sasb.ifrs.org/standards/>

¹⁸⁰ IBM, Cos'è il SASB? Disponibile su <https://www.ibm.com/it-it/topics/sasb#:~:text=Mappa%20della%20materialit%C3%A0%3A%20la%20mappa.con%20sede%20negli%20Stati%20Uniti.>

¹⁸¹ SASB. Materiality Finder. Disponibile su <https://sasb.ifrs.org/standards/materiality-finder/find/>

In particolar modo, la figura 20 mostra che tutti e quattro i settori industriali selezionati hanno in comune gli stessi problemi a livello ambientale, come la gestione dei rifiuti e dei materiali tossici da parte di un'azienda nel settore manifatturiero, agricolo e in altri processi industriali e trattamento, la manipolazione, lo stoccaggio, lo smaltimento e la conformità normativa. La stessa cosa vale per l'aspetto sociale dove vengono condivisi i problemi relativi alle pratiche di lavoro che riguarda la capacità dell'azienda di sostenere gli standard lavorativi comunemente accettati sul posto di lavoro, inclusa la conformità alle leggi sul lavoro e alle norme e agli standard accettati a livello internazionale e la salute dei lavoratori legata alla capacità di un'azienda di creare e mantenere un ambiente di lavoro sicuro e sano, privo di infortuni, morti e malattie. Il passo successivo è analizzare gli argomenti di divulgazione che rappresentano gli impatti specifici del settore per ogni categoria di problema generale, come mostra nella tabella 3¹⁸².

¹⁸² SASB. Materiality Finder. Disponibile su <https://sasb.ifrs.org/standards/materiality-finder/find/>

Tabella 3. Argomenti di divulgazione

Dimensione	Problema generale	Settori			
		Metalli e miniere	Biotecnologie e prodotti farmaceutici	Compagnie aeree	Bevande analcoliche
Ambiente	Emissioni di gas serra				
	Qualità dell'aria				
	Gestione dell'energia				
	Gestione delle acque e delle acque reflue				
	Gestione dei rifiuti e dei materiali pericolosi				
	Impatti ecologici				
Capitale sociale	Diritti umani e relazioni con la comunità				
	Accesso e convenienza				
	Qualità e sicurezza del prodotto				
	Benessere del cliente				
	Pratiche di vendita ed etichettatura dei prodotti				
Capitale umano	Pratiche di lavoro				
	Salute e sicurezza dei dipendenti				
	Coinvolgimento, diversità e inclusione dei dipendenti				
Modello di business e innovazione	Progettazione del prodotto e gestione del ciclo di vita				
	Gestione della catena di approvvigionamento				
	Approvvigionamento ed efficienza dei materiali				
Leadership e governance	Etica professionale				
	Comportamento competitivo				
	Gestione del rischio di incidenti critici				

Fonte. SASB

Approfondendo alcune tematiche e prendendo, per esempio, innanzitutto a riferimento la “Gestione dell’energia”, la produzione mineraria e di metalli è spesso ad alta intensità energetica, con una percentuale significativa del consumo di energia nel settore rappresentata dall’elettricità acquistata. L’intensità energetica delle operazioni può aumentare con la diminuzione della qualità dei depositi e l’aumento della portata delle operazioni minerarie. L’energia a prezzi accessibili e facilmente accessibile è un importante fattore competitivo in un mercato delle materie prime guidato dalla concorrenza globale, e i combustibili e l’elettricità acquistati possono rappresentare una percentuale significativa dei costi di produzione totali. Il modo in cui un’entità gestisce la propria efficienza e intensità energetica complessiva, la propria dipendenza da diversi tipi di energia e la propria capacità di accedere a fonti alternative di energia, può quindi essere un fattore materiale. Allo stesso modo nel settore delle bevande alcoliche viene fatto affidamento sia sul carburante che sull’elettricità acquistata come input critici. Il consumo di combustibili fossili e di energia elettrica può contribuire ad impatti ambientali negativi, compresi il cambiamento climatico e l’inquinamento. Questi impatti hanno il potenziale di incidere sul valore delle entità di questo settore poiché le normative sulle emissioni di gas serra e i nuovi incentivi per l’efficienza energetica e le energie rinnovabili potrebbero comportare un aumento del prezzo dei combustibili fossili e la volatilità dei prezzi dell’elettricità convenzionale. Le imprese che gestiscono una maggiore efficienza energetica e utilizzano fonti

energetiche alternative possono aumentare la redditività riducendo sia le spese che i rischi. Considerando la problematica del “Coinvolgimento, diversità e inclusione dei dipendenti”, le aziende del settore biotecnologico e farmaceutico si trovano ad affrontare una forte concorrenza per il reclutamento e il mantenimento dei dipendenti. L’industria fa affidamento su dipendenti altamente qualificati per sviluppare nuovi prodotti, condurre studi clinici, gestire le normative governative e commercializzare nuovi prodotti. Le aziende che attraggono e trattengono i dipendenti nonostante un pool di talenti limitato potrebbero essere in una posizione migliore per proteggere e aumentare il valore per gli azionisti. Infine, per il settore aereo ci sono due importanti problemi come quello della “Gestione delle emissioni di gas serra” e le “Gestione del rischio di incidenti critici”. A causa della forte dipendenza dai combustibili idrocarburici, questo settore genera emissioni significative, oltre il 99% delle quali sono sotto forma di anidride carbonica. Le compagnie aeree sono soggette a costi di conformità e rischi associati alle politiche di mitigazione del cambiamento climatico. Il consumo di carburante degli aerei è il fattore che contribuisce maggiormente alle emissioni totali del settore e la gestione del carburante è una parte fondamentale della riduzione delle emissioni. La gestione degli impatti ambientali richiedono spese in conto capitale, ma nel lungo termine possono ridurre i costi del carburante e diminuire l’esposizione ai programmi sulle emissioni di gas serra e al rischio normativo. Per quanto riguarda la seconda problematica, gli incidenti aerei possono avere conseguenze significative. La

sicurezza dei passeggeri è fondamentale nel settore delle compagnie aeree e sebbene il viaggio aereo sia una delle modalità di trasporto più sicure, le compagnie sono tenute a rispettare standard di sicurezza molto elevati. Gli incidenti di sicurezza o violazioni delle norme di sicurezza possono incidere sulla reputazione di una società, aumentandone il rischio e il costo del capitale, con conseguente riduzione della domanda dei consumatori e dei ricavi. Anche se si verificano raramente, gli incidenti più gravi possono comportare effetti significativi a lungo termine sul valore del marchio e sulla crescita dei ricavi. Fornire un'adeguata formazione sulla sicurezza dei dipendenti e garantire la salute e il benessere dei membri dell'equipaggio è fondamentale per garantire la sicurezza¹⁸³.

Questi due strumenti appena descritti sono utili alle imprese per capire quali sono le problematiche inerenti al settore di appartenenza, in particolar modo la matrice di materialità, già accennata e che di seguito verrà approfondita, permette anche di capire quali sono le iniziative che si possono mettere in pratica per mitigare i rischi. La matrice di materialità è un grafico a due dimensioni che identifica i temi chiave nell'azione di sostenibilità dell'impresa e ne valuta l'importanza e l'impatto per gli stakeholder interni ed esterni e per l'azienda nel suo complesso¹⁸⁴. La matrice mostra:

¹⁸³ SASB. Materiality Finder. Disponibile su <https://sasb.ifrs.org/standards/materiality-finder/find/>

¹⁸⁴ Green Marketing Italia, Matrice di materialità: cos'è, a cosa serve, come costruirla. Dicembre 2023. Disponibile su <https://www.greenmarketingitalia.com/matrice-di-materialita-cos-e/>

- Sull'asse delle ordinate (asse y), i temi importanti per gli stakeholder. Si passa da una valutazione come *poco rilevante* a *molto rilevante*.
- Sull'asse delle ascisse (asse x), l'impatto più o meno rilevante delle azioni di sostenibilità per l'azienda stessa.
- Nell'area interna del grafico si collocano i *temi di materialità*, cioè temi di sostenibilità su cui l'impresa agisce, a seconda della loro rilevanza per gli stakeholder e per l'azienda, come l'uso sostenibile delle risorse ambientali, la promozione dell'inclusione e delle pari opportunità e la trasparenza nella governance¹⁸⁵.

La matrice spesso viene realizzata nel contesto del bilancio di sostenibilità per mettere in luce i punti di intersezione tra gli interessi dell'impresa e gli interessi degli stakeholder¹⁸⁶. Questo strumento diventa un vero e proprio strumento competitivo con una sua valenza strategica che può far acquisire alle imprese del Made in Italy consapevolezza nel mercato ed una spiccata sensibilità dei trend futuri¹⁸⁷. Di seguito verranno presentati due esempi di matrice di materialità di

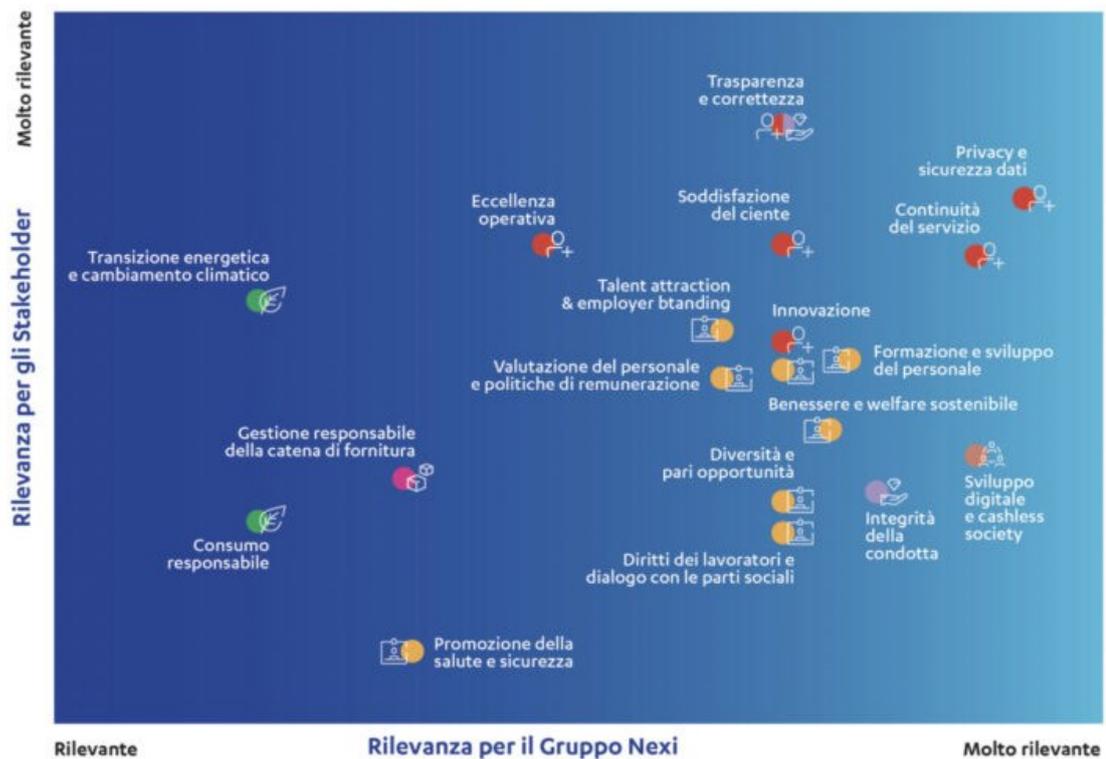
¹⁸⁵ Green Marketing Italia, Matrice di materialità: cos'è, a cosa serve, come costruirla. Dicembre 2023. Disponibile su <https://www.greenmarketingitalia.com/matrice-di-materialita-cos-e/>

¹⁸⁶ Laura Zanotti, Matrice di materialità: che cos'è, come si fa e perché l'analisi è così importante. ESG360. 23 febbraio 2022. Disponibile su <https://www.esg360.it/esg-world/matrice-di-materialita-cos-e-come-si-fa-importanza-analisi/>

¹⁸⁷ Stella Angiulli, Sostenibilità e analisi di materialità, quanto è importante per le imprese? Ottobre 2023. Disponibile su <https://www.forethinking.com/analisi-di-materialita-quanto-e-importante-per-le-imprese/>

realità italiane che nel corso degli anni hanno consolidato il loro impegno verso un cambiamento sostenibile. La figura 22 mostra la matrice di materialità del Gruppo Nexi, presente all'interno della dichiarazione consolidata di carattere non finanziario del gruppo del 2022, in cui sono stati individuati dieci temi materiali per i tre diversi pilastri ESG. L'asse x rappresenta l'impatto che ciascun tema ESG genera secondo la prospettiva interna del Gruppo, mentre l'asse y rappresenta l'impatto che ciascun tema ESG genera secondo la prospettiva degli stakeholder¹⁸⁸.

Figura 22. Matrice di materialità Gruppo Nexi



Fonte. NEXI: Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario 2022.

¹⁸⁸ NEXI, Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario 2020. Pagina 25. Disponibile su <https://www.nexigroup.com/it/esg/documenti/>

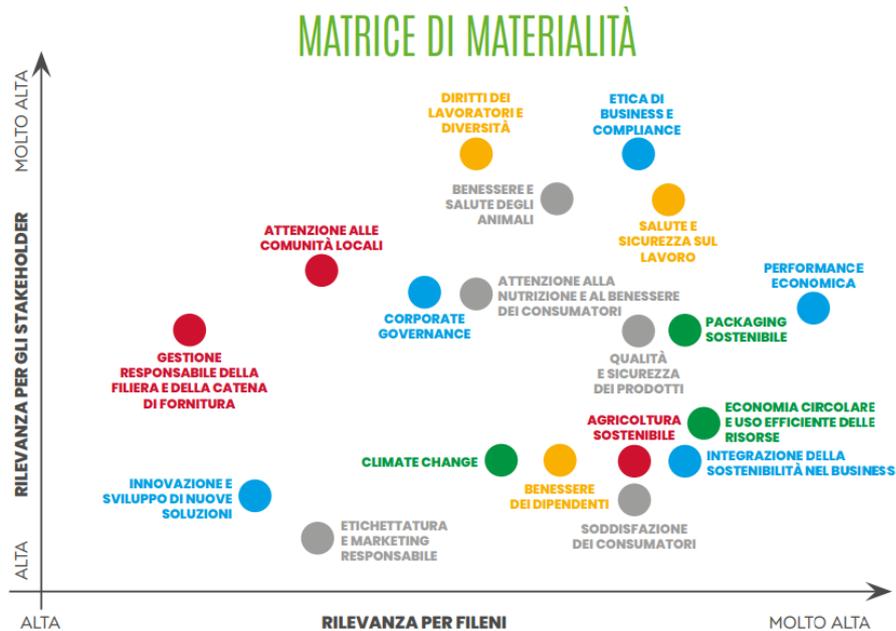
Il gruppo analizza gli impatti generati dall'organizzazione sull'ambiente, sulle persone e sull'economia in relazione ai diversi temi materiali identificati nel corso del processo, anche in considerazione delle conseguenze che tali impatti potrebbero avere sulle decisioni degli stakeholder. Ad esempio, per il tema del cambiamento climatico, il possibile impatto positivo può derivare dal contributo alla transizione verso un'economia basata sull'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili, mentre quello negativo l'inquinamento atmosferico e contributo al cambiamento climatico. Per il tema del benessere dei dipendenti, invece, quello positivo è l'aumento dei livelli di soddisfazione, impegno e costanza dei lavoratori, mentre quello che penalizza il gruppo è la perdita di retention e attraction a causa di inadeguate misure di welfare e well-being¹⁸⁹.

Il secondo esempio riguarda il gruppo Fileni, che, all'interno del proprio bilancio di sostenibilità del 2022, ha fornito una rappresentazione grafica e sintetica di quelle che sono le tematiche di sostenibilità prioritarie, ha condotto un'analisi preliminare sui principali framework di sostenibilità riconosciuti a livello internazionale, e un'analisi di benchmarking dei principali competitors per l'identificazione delle tematiche di sostenibilità più rilevanti legate al settore. L'esito delle valutazioni raccolte è stato poi raffigurato nella matrice di materialità, dove lungo l'asse delle

¹⁸⁹ NEXI, Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario 2022. Pagina 68. Disponibile su <https://www.nexigroup.com/it/esg/documenti/>

ascisse è riportata la rilevanza delle tematiche per il Gruppo, mentre lungo l'asse delle ordinate è riportata la prioritizzazione per gli stakeholder¹⁹⁰ (figura 23).

Figura 23. Matrice di materialità Gruppo Fileni



Fonte. FILENI: Bilancio di sostenibilità e relazione di impatto 2021.

La matrice è uno strumento importante di valutazione interna, visto che l'azienda va a valutare quali sono i temi che incidono che hanno un impatto sulle dimensioni finanziarie, ma anche esterno visto pone l'attenzione sugli impatti che una determinata tematica ESG può generare verso gli stakeholder.

Un altro strumento che gli stakeholder e gli investitori hanno sono i rating di sostenibilità o rating ESG, che verranno affrontati nel prossimo paragrafo.

¹⁹⁰ FILENI, Bilancio di sostenibilità e relazione d'impatto 2021. Pagina 43.

3.2 IL RATING ESG

Il rating ESG (o rating di sostenibilità) è un giudizio sintetico che certifica la solidità di un emittente, di un titolo o di un fondo dal punto di vista delle performance ambientali, sociali, e di governance¹⁹¹. In questo momento storico hanno un impatto sempre più importante sul funzionamento dei mercati di capitali e sulla fiducia degli investitori nei prodotti sostenibili¹⁹². È complementare al rating tradizionale, che tiene in considerazione le sole variabili economico-finanziarie, ma in questo caso le agenzie basano il loro giudizio su aspetti di sostenibilità dell'attività delle imprese. Le società di rating ESG elaborano un quadro di valutazione attraverso il quale viene giudicato l'operato e la performance di singole società, interi settori o anche nazioni riguardante i tre aspetti ESG. Similmente a quando accade nel caso delle agenzie i rating tradizionali, le valutazioni possono essere emesse su richiesta della società (rating *solicited*), oppure senza che ci sia alcuna richiesta (rating *unsolicited*)¹⁹³. La differenza tra le due valutazioni è legata al diverso paniere di informazioni a disposizione degli analisti, infatti, nel primo caso le agenzie utilizzano le informazioni pubbliche e quelle fornite dalla società, mentre nel

¹⁹¹ Forum per la Finanza Sostenibile, Rating ESG. Disponibile su <https://investiresponsabilmente.it/glossario/rating-esg/>

¹⁹² Consiglio dell'Unione europea, Rating ambientali, sociali e di governance (ESG): accordo raggiunto tra Consiglio e Parlamento. Comunicato stampa del 5 febbraio 2024. Disponibile su <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>

¹⁹³ Giani S., Migliorini C., Dal Pozzo E., Grosso G., Rating ESG quali strumenti di strategia aziendale. *IlSole24Ore*. Numero 4. Novembre 2022. Pagina 96.

secondo caso gli analisti possono ricorrere solo a informazioni pubbliche di siti web o report di organizzazioni non governative.

I rating ESG sono emersi per la prima volta negli anni '80 come un modo per gli investitori di selezionare le aziende in base alle prestazioni ambientali, sociali e di governance aziendale. La prima agenzia di rating ESG, Eiris (fusasi con Vigeo nel 2015), è stata fondata nel 1983 in Francia e 7 anni dopo, Kinder, Lydenberg & Domini (KLD) è stata fondata negli Stati Uniti. Poiché i rating ESG rappresentano una base essenziale per la maggior parte dei tipi di investimenti sostenibili, il mercato dei rating ESG è cresciuto parallelamente agli investimenti sostenibili. Con la transizione degli investimenti sostenibili da nicchia a mainstream, molti dei primi fornitori di rating ESG sono stati acquisiti da fornitori di dati finanziari affermati. Ad esempio, MSCI ha acquistato KLD nel 2010, Morningstar ha acquisito il 40% di Sustainalytics nel 2017, Moody's ha acquistato Vigeo-Eiris nel 2019 e S&P Global ha acquistato RobecoSAM nel 2019¹⁹⁴. In un contesto competitivo di mercato, ogni provider di rating ha interesse a proporre un framework proprietario di analisi e di valutazione e di promuovere gli aspetti caratteristici della propria metodologia¹⁹⁵. Un aspetto da considerare è il peso attribuito ai diversi ambiti riconducibili alla sfera della sostenibilità che varia a seconda dei diversi rating ESG. Ci sono casi in cui l'attenzione si sofferma sulle tematiche ambientali, mentre in

¹⁹⁴ Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*. Volume 26. Issue 6. November 2022, Pagina 1319.

¹⁹⁵ Luca Dal Fabbro, ESG. La Misurazione della Sostenibilità, Rubbettino Editore. 2022. Pag.73.

altri sulla catena di fornitura o altri aspetti ESG¹⁹⁶. All'interno dello stesso ambito, la metodologia può poi prevedere l'attribuzione di un peso diverso a seconda del settore di appartenenza. Questo perché, ad esempio, si ritiene che le tematiche ambientali e connesse al clima siano più rilevanti per le imprese del settore energetico, mentre per il settore finanziario sono considerati maggiormente gli aspetti sociali e di governance¹⁹⁷.

A causa della moltitudine di agenzie di rating, c'è un fattore importante da considerare, cioè quello dell'inesistenza di un sistema di rating unico per le diverse agenzie. La metodologia varia in base a settore di appartenenza, all'attività svolta, ma anche dal paese di operatività e questo comporta l'applicazione di metodologie soggettive al fine di selezionare, valutare e attribuire una rilevanza ai singoli aspetti di sostenibilità considerati. Ciò porta inevitabilmente a punteggi ESG caratterizzati da un certo grado di eterogeneità e difficilmente confrontabili, determinando casi di forte divergenza tra giudizi emessi da fornitori diversi. L'azienda in questo senso potrebbe ricevere valutazioni anche molto contrastanti rispetto alle stesse pratiche e in relazione allo stesso anno¹⁹⁸. Christensen et al. (2020) nel suo studio per Harvard Business School afferma che il maggior disaccordo tra i providers ESG si

¹⁹⁶ Giani S., Migliorini C., Dal Pozzo E., Grosso G., Rating ESG quali strumenti di strategia aziendale. *IlSole24Ore*. Numero 4. Novembre 2022. Pagina 96.

¹⁹⁷ Giani S., Migliorini C., Dal Pozzo E., Grosso G., Rating ESG quali strumenti di strategia aziendale. *IlSole24Ore*. Numero 4. Novembre 2022. Pagina 96.

¹⁹⁸ Giani S., Migliorini C., Dal Pozzo E., Grosso G., Rating ESG quali strumenti di strategia aziendale. *IlSole24Ore*. Numero 4. Novembre 2022. Pagina 97.

verifica quando il rating ESG è più alto o basso rispetto alla media. Ciò significa che, a seconda del fornitore, una società potrebbe essere valutata come un top ESG performer secondo una metodologia di analisi, ma risultare invece un “laggard” utilizzandone uno diverso¹⁹⁹.

Il disaccordo tra rating ha diverse conseguenze importanti. In primo luogo, rende difficile valutare la performance ESG di aziende, fondi e portafogli, che è lo scopo principale dei rating ESG. In secondo luogo, la divergenza dei rating diminuisce gli incentivi delle aziende a migliorare la propria performance ESG, poiché ricevono segnali contrastanti dalle agenzie di rating sui comportamenti di sostenibilità attesi e valutati dal mercato²⁰⁰. In particolare, sono state identificate tre distinte fonti di divergenza:

1. La divergenza di ambito si riferisce alla situazione in cui i rating si basano su diversi aspetti della sostenibilità. Un'agenzia di rating può includere attività di lobbying, mentre un'altra no, causando così una divergenza tra i due rating.
2. La divergenza di misurazione si riferisce a una situazione in cui le agenzie di rating misurano lo stesso aspetto utilizzando indicatori diversi. Ad esempio, le pratiche lavorative di un'impresa potrebbero essere valutate sulla base del

¹⁹⁹ Dane Christensen, George Serafeim, Anywhere Sikochi, Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. Harvard Business School. Working Paper 20-084. Dicembre 2020.

²⁰⁰ Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*. Volume 26. Issue 6. November 2022, Pagina 1316.

turnover della forza lavoro o del numero di cause giudiziarie relative al lavoro intentate contro l'impresa.

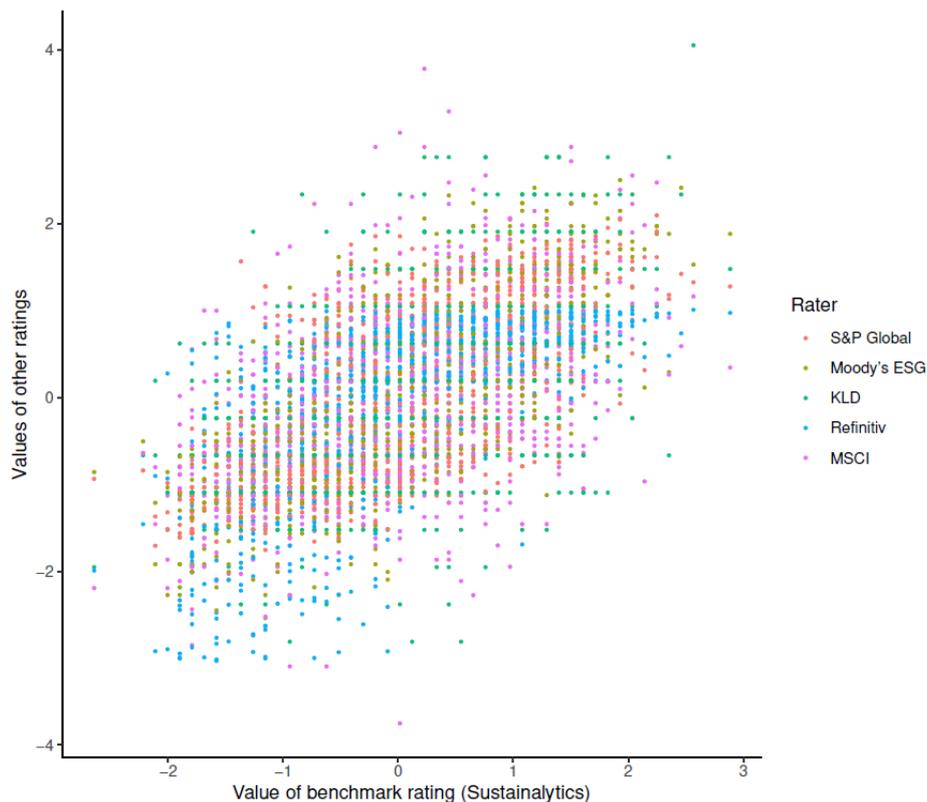
3. La divergenza di peso emerge quando le agenzie di rating danno una diversa importanza attribuita allo stesso aspetto e, di conseguenza, alla ponderazione degli ambiti considerati. Ad esempio, l'indicatore delle pratiche di lavoro può entrare nel rating finale con un peso maggiore rispetto all'indicatore di lobbying.

I contributi di portata, misurazione e divergenza di peso sono intrecciati, rendendo difficile interpretare la differenza tra due rating ESG. Secondo lo studio la divergenza di misurazione è il principale motore della divergenza di rating, contribuendo per il 56% alla divergenza. Anche la divergenza dell'ambito è importante, contribuendo per il 38%, mentre la divergenza del peso contribuisce solo per il 6%²⁰¹. La figura 24 mostra la divergenza tra cinque diversi rating e il fatto che sono positivamente correlati, infatti all'aumentare del rating di riferimento, anche gli altri rating tendono ad aumentare. Sull'asse orizzontale viene indicato il valore del rating di Sustainalytics come benchmark per ogni azienda (n

²⁰¹ Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*. Volume 26. Issue 6. November 2022, Pagina 1317.

= 924). I valori delle valutazioni degli altri cinque valutatori sono rappresentati sull'asse verticale con colori diversi.

Figura 24. Disaccordo sui rating ESG



Fonte. Review of Finance. Volume 26.

Per capire le cause della divergenza tra i rating è necessario analizzarla in termini di portata, misurazione e peso sulla base di una tassonomia comune tra i diversi rating in modo da poterli confrontare. Innanzitutto, ciascun provider sceglie di scomporre il concetto di performance ESG in diversi indicatori e di organizzarli in diverse gerarchie. Al di sotto di un primo livello, ci sono da uno a tre livelli di

sottocategorie a seconda del valutatore. Queste strutture incompatibili rendono difficile capire come e perché diversi valutatori valutano la stessa azienda in modi diversi. Applicando una tassonomia, comunque, si va a raggruppare gli indicatori che descrivono lo stesso aspetto in un'unica categoria in modo da poter attuare un confronto significativo tra i sistemi di misurazione. Successivamente si studia la divergenza delle misurazioni creando dei punteggi per ogni categoria, calcolati prendendo la media degli indicatori assegnati alla categoria. La media viene calcolata come segue²⁰²:

$$C_{fkj} = \frac{1}{n_{fkj}} \sum_{i \in N_{fkj}} I_{fki}$$

dove I sono gli indicatori, C sono le categorie, f l'azienda e k l'agenzia di rating. I punteggi di categoria che rappresentano la valutazione che viene fatta dall'agenzia di rating si basano su serie di indicatori che si basano su diversi protocolli di misurazione. Ne consegue che le differenze tra i punteggi di categoria derivano dalle differenze nel modo in cui le agenzie di rating scelgono di misurare, piuttosto che da ciò che scelgono di misurare. Pertanto, le differenze tra le stesse categorie di valutatori diversi possono essere interpretate come una divergenza di misurazione²⁰³. L'ultima analisi riguarda la divergenza di peso in base ai punteggi

²⁰² Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*. Volume 26. Issue 6. November 2022, Pagina 1327.

²⁰³ Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*. Volume 26. Issue 6. November 2022, Pagina 1327.

di categoria. Per fare ciò, si stima la regola di aggregazione che trasforma i punteggi di categoria C_{fkj} nel rating R_{fk} per ciascun valutatore k . La stima dei pesi (w_{kj}) viene calcolata come segue²⁰⁴:

$$R_{fk} = \sum_{j \in (1,m)} C_{fkj} \times w_{kj} + \epsilon_{fk}$$

$$w_{kj} \geq 0$$

La regressione mostra la maggior parte dei coefficienti altamente significativi. Alcuni coefficienti non sono significativi alla soglia del 5%, tuttavia, sono di grandezza molto inferiore rispetto a quelli significativi, perciò, non sembrano avere un'influenza importante sul rating ESG aggregato²⁰⁵. Esistono differenze sostanziali nei pesi per i diversi valutatori. Ad esempio, le tre categorie più importanti per KLD sono la gestione del rischio climatico, la sicurezza dei prodotti e la remunerazione. Per Moody's ESG, i primi tre sono diversità, politica ambientale e pratiche lavorative. Ciò significa che non vi è alcuna sovrapposizione nelle tre categorie più importanti per questi due valutatori. Allo stesso tempo, alcune categorie hanno peso zero per tutti i valutatori, come sperimentazioni cliniche e multe ambientali, OGM e gas dannosi per l'ozono. Questo evidenzia che valutatori diversi hanno opinioni sostanzialmente diverse sulle categorie più importanti.

²⁰⁴ Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*. Volume 26. Issue 6. November 2022, Pagina 1331.

²⁰⁵ Florian Berg, Julian F. Kölbl, Roberto Rigobon, Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*. Volume 26. Issue 6. November 2022, Pagina 1331.

Scomponendo la divergenza negli elementi portata, peso e misurazione, lo studio mostra che la divergenza delle misurazioni è il principale fattore di divergenza dei rating ESG. I risultati dimostrano che la divergenza dei rating ESG non è semplicemente una questione di definizioni diverse, ma un disaccordo fondamentale sui dati sottostanti. È legittimo che diversi valutatori abbiano opinioni diverse su quali categorie siano più importanti nella valutazione ESG. Potrebbe essere auspicabile una varietà di opinioni dato che gli utilizzatori dei rating ESG hanno anche preferenze eterogenee in termini di portata e peso.

La divergenza è problematica, tant'è che l'ESMA (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) ha auspicato una regolamentazione univoca e rigorosa dei rating ESG, al fine di evitare fenomeni di *greenwashing*, arginare le problematiche della divergenza dei punteggi e i possibili conflitti di interesse²⁰⁶. A febbraio 2024 il Consiglio e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo provvisorio in merito alla proposta di regolamento sulle attività di rating ambientale, sociale e di governance, che mira a consolidare la fiducia degli investitori nei prodotti sostenibili²⁰⁷. In base alle nuove norme, i fornitori di rating ESG dovranno essere

²⁰⁶ Giani S., Migliorini C., Dal Pozzo E., Grosso G., Rating ESG quali strumenti di strategia aziendale. *IlSole24Ore*. Numero 4. Novembre 2022. Pagina 97.

²⁰⁷ Consiglio dell'Unione europea, Rating ambientali, sociali e di governance (ESG): accordo raggiunto tra Consiglio e Parlamento. Comunicato stampa del 5 febbraio 2024. Disponibile su <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/#:~:text=I%20rating%20ESG%20forniscono%20un,sulla%20societ%C3%A0%20e%20sull'ambiente.>

autorizzati dall'ESMA per quelli stabiliti nell'UE, mentre per i fornitori stabiliti al di fuori dell'UE che desiderano operare nell'UE dovranno ottenere l'approvazione da parte di un fornitore di rating ESG autorizzato dall'UE, un riconoscimento basato su un criterio quantitativo o essere inclusi nel registro UE dei fornitori di rating ESG sulla base di una decisione di equivalenza in relazione al paese di origine e a seguito di un dialogo tra l'ESMA e l'autorità competente del paese terzo interessato²⁰⁸. Inoltre, è stato annunciato che la disciplina dei potenziali conflitti di interesse verrà rafforzata, e così i requisiti di trasparenza sia per chi produce sia per chi usa questi rating²⁰⁹. Il Regolamento, tuttavia, non prescrive i requisiti minimi che i rating ESG dovrebbero soddisfare per poter essere distribuiti in UE. Uno di questi requisiti dovrebbe essere l'utilizzo della doppia materialità per tutti i rating ESG distribuiti in UE, visto che la maggior parte dei fornitori di dati ESG già dichiara di non adottare un approccio di doppia materialità²¹⁰. Le agenzie che producono rating ESG non incorporano nella metodologia un approccio di doppia materialità e si limitano ad assegnare un punteggio in base all'impatto

²⁰⁸ Consiglio dell'Unione europea, Rating ambientali, sociali e di governance (ESG): accordo raggiunto tra Consiglio e Parlamento. Comunicato stampa del 5 febbraio 2024. Disponibile su <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/#:~:text=I%20rating%20ESG%20forniscono%20un,sulla%20societ%C3%A0%20e%20sull'ambiente.>

²⁰⁹ Silvia Merler, Il Regolamento UE sui rating ESG non farà la differenza. Il Sole24Ore. Febbraio 2024. Disponibile su <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2024/02/23/esg-esma-regolamento-ue/>

²¹⁰ Silvia Merler, Il Regolamento UE sui rating ESG non farà la differenza. Il Sole24Ore. Febbraio 2024. Disponibile su <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2024/02/23/esg-esma-regolamento-ue/>

finanziario che i fattori ambientali o sociali possono avere sull'azienda (*outside-in*) senza guardare all'impatto che l'azienda può avere su fattori ambientali e sociali (*inside-out*).²¹¹

Nel complesso, utilizzare una metodologia più trasparente e standardizzata consentirebbe di creare quadro più realistico della sostenibilità aziendale, aumentare la fiducia degli investitori verso le aziende sostenibili e ridurre il rischio di greenwashing. Il regolamento dell'Ue potrebbe essere un punto di partenza per la standardizzazione dei rating, in modo da poter diminuire il livello di divergenza per non confondere le aziende e gli investitori.

Vista la moltitudine dei provider di rating, di seguito verranno presentati tre tra i principali *framework* di rating ESG, al fine di inquadrarne le caratteristiche e peculiarità²¹².

3.2.1 MSCI

MSCI (Morgan Stanley Capital International) è la prima società di rating ESG al mondo che aiuta gli investitori nell'individuazione dei rischi e delle opportunità ESG²¹³. Ad oggi, il rating ESG MSCI interessa 8.500 società e oltre 680.000 titoli

²¹¹ Silvia Merler, Il Regolamento UE sui rating ESG non farà la differenza. Il Sole24Ore. Febbraio 2024. Disponibile su <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2024/02/23/esg-esma-regolamento-ue/>

²¹² Luca Dal Fabbro, ESG. La Misurazione della Sostenibilità, Rubbettino Editore. 2022. Pag.73.

²¹³ Luca Dal Fabbro, ESG. La Misurazione della Sostenibilità, Rubbettino Editore. 2022. Pag.27

azionari e a reddito fisso a livello globale²¹⁴. Ciascun rating prende in considerazione l'esposizione dell'azienda a rischi ESG potenzialmente rilevanti, la qualità dei sistemi di gestione e delle strutture di governance per mitigare i potenziali rischi ESG²¹⁵. Ogni azienda viene valutata su una selezione da due a sette temi chiave ambientali e sociali, su un totale di 33 temi chiave. I temi chiave ambientali e sociali rilevanti per una determinata società sono selezionati in base all'esposizione della società a rischi ESG potenzialmente rilevanti, determinati da fattori specifici del settore e del mercato. Per il pilastro Governance, le società sono valutate in base a sei questioni chiave nei temi Corporate Governance e Corporate Behavior e si basa sul divario tra le *best practices* e le pratiche di governance di

²¹⁴ MSCI ESG Ratings. Disponibile su <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>

²¹⁵ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 4. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

ciascuna società. I 33 ESG *Key Issues* definiti nella metodologia MSCI vengono presentati nella figura 25²¹⁶.

Figura 25. Gerarchia dei temi chiave

3 Pillars	10 Themes	33 ESG Key Issues
Environment	Climate Change	Carbon Emissions
		Climate Change Vulnerability
		Financing Environmental Impact
		Product Carbon Footprint
	Natural Capital	Biodiversity & Land Use
		Raw Material Sourcing
		Water Stress
	Pollution & Waste	Electronic Waste
		Packaging Material & Waste
		Toxic Emissions & Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech
		Opportunities in Green Building
		Opportunities in Renewable Energy
Social	Human Capital	Health & Safety
		Human Capital Development
		Labor Management
		Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Chemical Safety
		Consumer Financial Protection
		Privacy & Data Security
		Product Safety & Quality
	Stakeholder Opposition	Responsible Investment
		Community Relations
	Social Opportunities	Controversial Sourcing
		Access to Finance
		Access to Health Care
Governance	Corporate Governance	Opportunities in Nutrition & Health
		Board
		Pay
		Ownership & Control
	Corporate Behavior	Accounting
		Business Ethics
		Tax Transparency

Fonte. MSCI. ESG Rating Methodology.

²¹⁶ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 5. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

L'ESG Rating complessivo dell'azienda ha una scala di valutazione a sette punti, da AAA a CCC, relativa al settore (figura 26)²¹⁷. Queste valutazioni non sono assolute, ma sono esplicitamente intese per essere interpretate rispetto ai concorrenti di settore di un'azienda. Il rating ESG dell'azienda deriva dal punteggio finale dell'azienda corretto per il settore, basato su una valutazione dei dati disponibili alla data dell'ultima azione di rating ESG²¹⁸.

Figura 26. Il punteggio finale aggiustato per il settore mappato con un punteggio in lettere.

Letter Rating	Leader/Laggard	Final Industry-Adjusted Company Score
AAA	Leader	8.571* - 10.0
AA	Leader	7.143 – 8.571
A	Average	5.714 – 7.143
BBB	Average	4.286 – 5.714
BB	Average	2.857 – 4.286
B	Laggard	1.429 – 2.857
CCC	Laggard	0.0 – 1.429

Fonte. MSCI. ESG Rating Methodology.

Come si vede dalla figura ci sono tre diverse categorie di soggetti:

1. Leader, cioè un'azienda leader nel suo settore nella gestione dei rischi e delle opportunità ESG più significativi.

²¹⁷ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 6. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

²¹⁸ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 5. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

2. Average, cioè un'azienda con un risultato medio o non eccellente nella gestione dei rischi e delle opportunità ESG più significativi rispetto ai colleghi del settore.
3. Laggard, cioè un'azienda in ritardo rispetto al settore di appartenenza a causa dell'elevata esposizione e dell'incapacità di gestire rischi ESG significativi²¹⁹.

Il punteggio aziendale corretto per il settore viene calcolato normalizzando il punteggio medio ponderato delle questioni chiave rispetto al gruppo di concorrenti del settore. Il punteggio medio ponderato delle questioni chiave, invece, viene calcolato per ogni azienda in base alla media ponderata dei punteggi ricevuti su:

- Tutti i singoli temi chiave ambientali e sociali che contribuiscono al rating dell'azienda. Ogni azienda riceve un punteggio da 0 a 10 per ogni questione chiave selezionata. Nei pilastri ambientale e sociale, i punteggi valutano l'esposizione dell'azienda a rischi e opportunità e la sua capacità di gestire tale esposizione. Il peso ambientale e sociale rappresenta la somma dei pesi di tutti i temi chiave che rientrano nel pilastro ambientale e sociale.
- Il punteggio del pilastro Governance che è una valutazione assoluta della governance complessiva di un'azienda che utilizza una scala da 0 a 10 applicata

²¹⁹ MSCI, How does MSCI ESG Ratings work? Disponibile su <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>

universalmente. Il peso della governance è un calcolo indipendente ed è fissato al 33%.²²⁰

Ciascuna questione ambientale e sociale rappresenta in genere dal 5% al 30% del rating ESG totale. I pesi per queste questioni chiave sono determinati per ciascun sottosettore GICS²²¹ in base al contributo del sottosettore all'esternalità negativa associata alla questione chiave e all'orizzonte temporale previsto affinché la questione chiave si materializzi, come illustrato nella tabella 4²²². Per il pilastro della governance, il peso è fissato a livello di pilastro anziché a livello di questioni chiave. Il peso del pilastro di governance è determinato per tutti i sottosectori presupponendo una valutazione di “contributo elevato/a lungo termine” e

²²⁰ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 7. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

²²¹ Global Industry Classification Standard (GICS) è un quadro di analisi del settore che aiuta gli investitori a comprendere le principali attività commerciali delle aziende di tutto il mondo. MSCI e S&P Dow Jones Indices hanno sviluppato questo standard di classificazione per fornire agli investitori definizioni di settore coerenti ed esaustive.

²²² ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 13. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

“contributo medio/a lungo termine” rispettivamente sulla governance aziendale e sul comportamento aziendale.

Tabella 4. Quadro per la definizione del peso delle questioni chiave

	Tempi di materializzazione del rischio/opportunità a breve termine (< 2 anni)	Tempi di materializzazione del rischio/opportunità a lungo termine (5+ anni)
L'industria contribuisce in <u>modo significativo</u> all'impatto ambientale o sociale	Peso massimo	
L'industria contribuisce in <u>misura minore</u> all'impatto ambientale o sociale		Peso minimo

Fonte. MSCI. ESG Rating Methodology.

Il quadro di riferimento è tale che una questione chiave definita “ad alto impatto” e “a breve termine” sarà ponderata tre volte di più di una questione chiave definita “a basso impatto” e “a lungo termine”²²³. Per i temi chiave in cui il rischio primario si concretizza attraverso un evento come una controversia, viene esaminata la gravità delle controversie per determinare il livello di contributo all'esternalità ambientale o sociale. Ad esempio, il verificarsi di controversie gravi o molto gravi viene considerato come un alto livello di contributo all'esternalità in questione. Al contrario, il verificarsi di controversie minori è considerato un basso livello di contributo all'esternalità in questione. L'orizzonte temporale di ciascun tema chiave

²²³ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 13. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

(breve, medio e lungo termine) è classificato in base al tipo di rischio o opportunità che ciascun tema chiave presenta per le aziende. In alcuni casi, l'orizzonte temporale di un singolo tema chiave può variare da un settore all'altro, ad esempio, la gestione del lavoro è definita come un tema a medio termine quando la sua rilevanza riguarda la produttività generale dei lavoratori, ma è considerata a breve termine nei settori in cui le interruzioni del lavoro sono molto frequenti²²⁴.

Per capire se un'azienda sta gestendo adeguatamente un rischio ESG chiave, è essenziale capire sia quali strategie di gestione ha adottato, sia quanto è esposta al rischio. Nei pilastri ambientale e sociale, il modello MSCI ESG Ratings va a misurare sia l'esposizione al rischio e la gestione del rischio. Questa distinzione consente al modello di adeguare la forza dei sistemi di gestione necessari per raggiungere un determinato punteggio delle questioni chiave, infatti, le aziende che affrontano una maggiore esposizione al rischio devono disporre di pratiche di gestione più rigorose per mitigare i rischi²²⁵. Al contrario, un'azienda altamente esposta con una gestione scadente otterrà un punteggio peggiore di un'azienda con le stesse pratiche di gestione ma un'esposizione inferiore al rischio. Per ciascuna questione chiave vengono calcolati punteggi di esposizione compresi tra 0 e 10,

²²⁴ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 14. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

²²⁵ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 15. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

dove 0 indica l'esposizione più bassa a questo problema chiave e 10 indica l'esposizione più alta a questo problema chiave.

Nei pilastri ambientale e sociale la valutazione sulla capacità di un'azienda di gestire la propria esposizione al rischio su una questione chiave rientra tipicamente in tre grandi categorie:

1. Strategia e governance in cui si valuta generalmente la capacità organizzativa e il livello di impegno del management aziendale nell'affrontare i rischi e le opportunità chiave
2. Iniziative e programmi in cui si valuta la forza e la portata dei programmi e degli obiettivi in atto per migliorare le prestazioni sulla questione chiave
3. Prestazione in cui si valuta il track record dell'azienda nella gestione del rischio o dell'opportunità specifica.

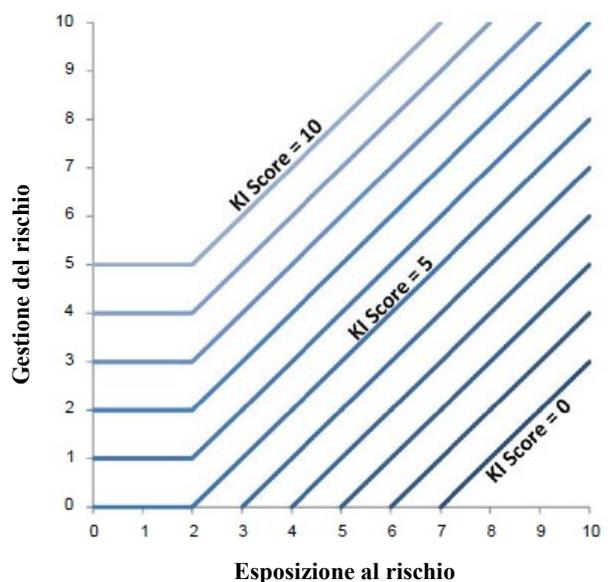
La gestione viene valutata su una scala da 0 a 10, dove 0 non rappresenta alcuna prova degli sforzi della gestione e 10 rappresenta un'indicazione di una gestione molto forte²²⁶.

Per le questioni chiave che valutano i rischi, il punteggio di esposizione al rischio e il punteggio di gestione del rischio sono combinati in modo tale che un livello più

²²⁶ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 21. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

elevato di esposizione richieda un livello più elevato di capacità di gestione dimostrata al fine di ottenere lo stesso punteggio globale delle questioni chiave²²⁷. Al fine di evitare situazioni in cui un'azienda riceverebbe un punteggio chiave complessivo molto elevato esclusivamente a causa di una bassa esposizione a quella questione chiave, il modello richiede una soglia gestionale minima di 2 per ottenere un punteggio chiave (Key Issues – KI) complessivo superiore a 5 (figura 27)²²⁸.

Figura 27. Esposizione e gestione dei rischi



Fonte. MSCI. ESG Rating Methodology.

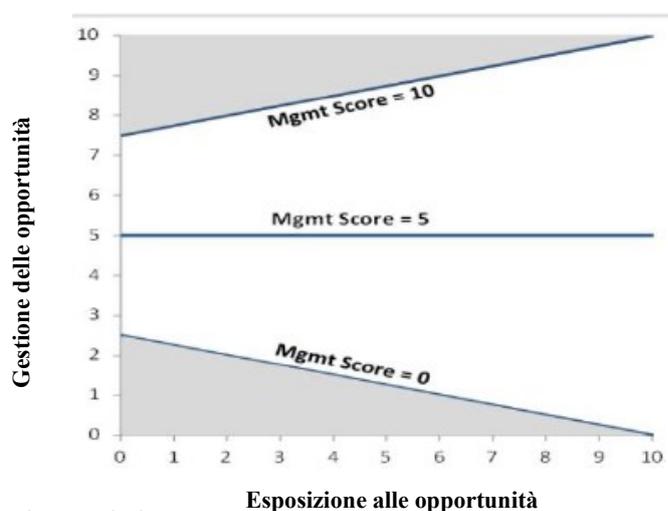
Per le questioni chiave che misurano le opportunità, il modello per combinare il punteggio di esposizione e il punteggio di gestione è diverso. L'esposizione indica

²²⁷ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 25. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

²²⁸ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 25. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

la rilevanza di questa opportunità per una determinata azienda in base ai suoi attuali segmenti di business e geografici. Un alto livello di esposizione consente una gamma più ampia di risultati, mentre un basso livello di esposizione vincola il punteggio più vicino al valore 5 (figura 28)²²⁹.

Figura 28. Esposizione e gestione delle opportunità



Fonte. MSCI. ESG Rating Methodology.

Il ragionamento è che, a livelli di esposizione più elevati, le aziende hanno più da guadagnare sfruttando l'opportunità, ma hanno anche più da perdere dal punto di vista competitivo se non riescono a sfruttare l'opportunità. A bassi livelli di esposizione, si ritiene che le opportunità immediate che l'azienda si trova ad affrontare siano meno sostanziali. Tuttavia, sistemi di gestione forti, innovazione di

²²⁹ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 26. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

prodotto o programmi di ricerca e sviluppo possono indicare una maggiore capacità di sfruttare le opportunità future e un vantaggio competitivo per l'impresa²³⁰.

Il Governance Pillar Score, a differenza del pilastro ambientale e sociale, è una valutazione assoluta della governance di un'azienda che utilizza una scala da 0 a 10 universalmente applicata. Ogni azienda inizia con un punteggio di dieci e le detrazioni del punteggio vengono applicate in base alla valutazione delle metriche chiave.

Una volta identificate le questioni chiave e i relativi pesi, questi vengono sottoposti a un processo formale di revisione e feedback alla fine di ogni anno da parte del Comitato per la metodologia di rating ESG. A seguito dell'esito positivo del processo di revisione del comitato, viene emesso il punteggio finale corretto per il settore di ciascuna azienda che corrisponde a un rating ESG da un massimo di AAA a un minimo di CCC.

Il modello di definizione, però, contiene un difetto sostanziale, cioè quello di essere basato su una nozione di materialità puramente finanziaria. Il processo non prende in considerazione gli impatti della società sull'ambiente esterno o sulle persone. Inoltre, le società non vengono valutate con standard universali, ma dal confronto con i propri concorrenti. Di conseguenza, quando le performance di un gruppo di

²³⁰ ESG Ratings Methodology. MSCI ESG Research LLC. Aprile 2024. Pagina 26. Disponibile su <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>

concorrenti cambia o cambiano le metodologie di MSCI, alcune società possono ricevere un rating *upgrade* o *downgrade* pur in mancanza di miglioramenti o peggioramenti effettivi nelle pratiche ESG²³¹.

3.2.2 Sustainalytics

Sustainalytics è una società indipendente di Morningstar che si occupa di ricerca valutazione e analisi ESG e supporta gli investitori nell'implementare le strategie di investimento responsabile²³². I rating del rischio ESG si basano su un quadro di materialità bidimensionale che misura l'esposizione di un'azienda a rischi ESG materiali specifici del settore e il modo in cui un'azienda riesce a gestire tali rischi ESG²³³. Per definire il rating viene utilizzata la metodologia ESG Risk Rating, che misura la quota parte dei rischi non gestiti dall'azienda che potrebbero causare una perdita del valore economico aziendale.

I rating di rischio ESG di Sustainalytics classificano le aziende in cinque categorie di rischio:

1. Rischio trascurabile per un punteggio complessivo tra 0 e 9,99 punti
2. Rischio basso per un punteggio complessivo tra 10 e 19,99 punti
3. Rischio medio per un punteggio complessivo tra 20 e 29,99 punti
4. Rischio elevato per un punteggio complessivo tra 30 e 39,99 punti

²³¹ Luca Dal Fabbro, ESG. La Misurazione della Sostenibilità, Rubbettino Editore. 2022. Pag.79

²³² Luca Dal Fabbro, ESG. La Misurazione della Sostenibilità, Rubbettino Editore. 2022. Pag.84

²³³ Sustainalytics, The esg risk rating: frequently asked questions – for companies. Agosto 2020

5. Rischio grave per un punteggio complessivo tra 40 punti e 100 punti

Una questione ESG materiale (MEI) è l'elemento fondamentale del rating di rischio ESG. Per Sustainalytics, una questione ESG è *rilevante* se è probabile che abbia un effetto significativo sul valore aziendale di una tipica azienda all'interno di un sottosettore e se è probabile che la presenza o l'assenza di un MEI nel reporting finanziario influenzi le decisioni prese da un investitore ragionevole²³⁴. Tutte le aziende assegnate da Sustainalytics a una categoria di sottosettore vengono valutate in base alla capacità di gestire la propria esposizione a questi MEI. L'esposizione al rischio ESG è determinata da una serie di fattori di rischio legati ai fattori ESG che pongono potenziali rischi finanziari per le aziende. Un'esposizione molto bassa a un rischio ESG suggerisce che una questione non è materiale per un'azienda, mentre un'esposizione più elevata suggerisce che il problema è rilevante.

Per ciascun MEI, il punteggio di gestione è una somma ponderata dei punteggi dell'indicatore di gestione e viene valutato su una scala da 0 a 100. Ciascun punteggio di gestione MEI misura la percentuale del rischio gestibile di un'azienda che è stata gestita. Ad esempio, supponendo che tutta l'esposizione al rischio di un'azienda sia gestibile, un punteggio di gestione MEI di 80 significa che per quel MEI l'azienda ha gestito l'80% della sua esposizione al rischio.

²³⁴ Sustainalytics, The Esg risk rating: frequently asked questions – for companies. Agosto 2020

Il modello di punteggio ESG Risk Rating prevede tre componenti di punteggio per ciascun MEI:

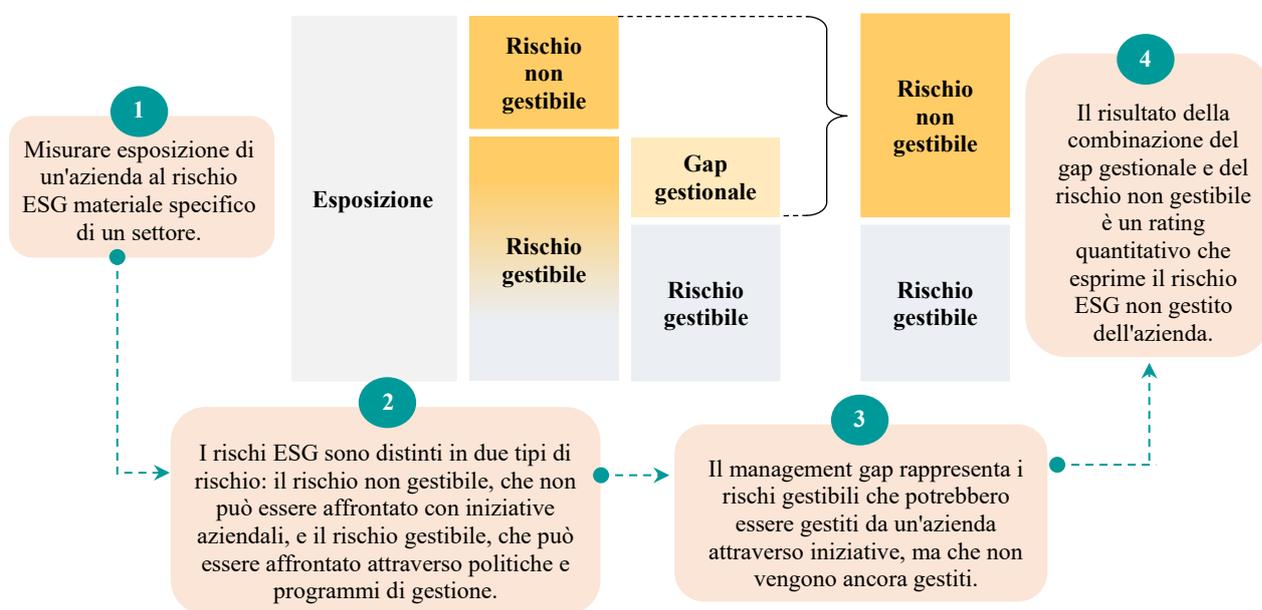
- Esposizione
- Gestione
- Rischio non gestito, distinto in:
 - Rischio non gestibile, ovvero non affrontabile con iniziative aziendali
 - Gap gestionale, che rappresenta i rischi che potrebbero essere gestiti da un'azienda iniziative idonee, ma non ancora gestite²³⁵.

Le principali componenti di misurazione dei rating di rischio ESG vengono illustrate nella figura 29²³⁶.

²³⁵ Sustainalytics, The ESG risk rating: frequently asked questions – for companies. Pagina 3. Agosto 2020.

²³⁶ Sustainalytics, The ESG risk rating: frequently asked questions – for companies. Pagina 3. Agosto 2020

Figura 29. Componenti del rischio non gestito



Fonte. Sustainalytics. The ESG Risk Rating frequently asked questions – for companies

Il punteggio di esposizione finale di un emittente include aggiustamenti specifici per l'azienda come l'esclusione di un MEI se ritenuto non rilevante per l'emittente. Ciascun emittente riceve una valutazione denominata *issue beta* per ogni MEI che può modificare il punteggio di esposizione del sottosettore su ciascun MEI. Infine, ogni società è soggetta alla possibilità di rischi idiosincratici, ossia di un rischio determinato da un evento che emerge a causa di una grave controversia ESG²³⁷.

²³⁷ Sustainalytics, Overview of Sustainalytics' ESG Risk Ratings. Pagina 1.

La valutazione complessiva del rischio ESG corrisponde al punteggio di rischio non gestito, calcolato dalla somma del punteggio di rischio non gestibile ed il punteggio di rischio gestibile ma non gestito. Infine, è inserito in una delle categorie di rischio ESG individuate: trascurabile, basso, medio, alto e severo (tabella 5)²³⁸. Ciascuna categoria cattura un livello di impatti finanziari rilevanti determinati da fattori ESG.

Tabella 5. Schema di conversione ESG Risk Rating di Sustainalytics

Score	ESG Risk Rating
0.00 – 9.99	Trascurabile
10.00 – 19.99	Basso
20.00 – 29.99	Medio
30.00 – 39.99	Alto
40.00 +	Grave

Fonte. Sustainalytics. The ESG Risk Rating frequently asked questions – for companies

3.2.3 Refinitiv

Refinitiv è una società fornitrice globale di dati e infrastrutture per i mercati finanziari che nel 2021 è stata acquisita dalla London Stock Exchange Group (LSEG). Il Refinitiv ESG Scores è il framework ESG che fonda le proprie valutazioni su un database alimentato da oltre 700 analisti di ricerca formati per raccogliere dati ESG in tutto il mondo. I dati raccolti provengono da report aziendali, rendicontazioni non-finanziarie, siti web delle aziende e/o ONG, nonché

²³⁸ Sustainalytics, Overview of Sustainalytics' ESG Risk Ratings. Pagina 2.

archiviazioni di Borsa²³⁹. I punteggi ESG di LSEG riflettono il quadro dei dati ESG sottostante e rappresentano una valutazione basata sui dati delle prestazioni e della capacità ESG relativa delle aziende, integrando e tenendo conto della materialità del settore e dei pregiudizi legati alle dimensioni dell'azienda. La metodologia calcola annualmente due differenti ESG Scores per ciascuna impresa²⁴⁰:

1. Il punteggio ESG che misura la performance ESG dell'azienda sulla base di dati riportati verificabili e di pubblico dominio
2. Il punteggio controversy (ESGC) che sovrappone il punteggio ESG alle controversie ESG per fornire una valutazione completa del l'impatto e la condotta di sostenibilità dell'azienda nel tempo.

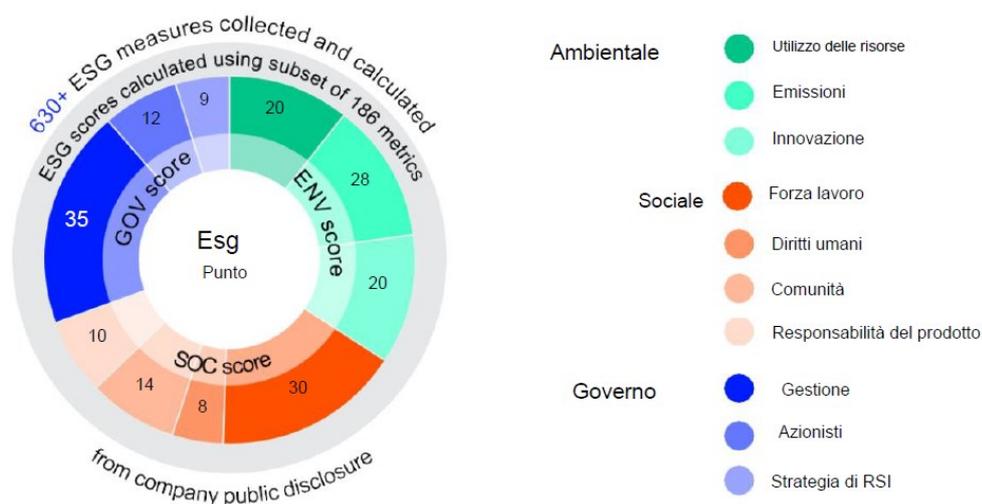
LSEG acquisisce e calcola oltre 630 misure ESG a livello aziendale, di cui un sottoinsieme di 186 tra le più comparabili e rilevanti per settore, alimentano il processo di valutazione e scoring aziendale complessivo. Questi sono raggruppati in 10 categorie (figura 30)²⁴¹ che riformulano i punteggi dei tre pilastri e il punteggio ESG finale, che riflette la performance, l'impegno e l'efficacia ESG dell'azienda sulla base delle informazioni rese pubbliche.

²³⁹ LSEG, Environmental, social and governance scores from LSEG. Dicembre 2023. Disponibile su <https://www.lseg.com/en>

²⁴⁰ Luca Dal Fabbro, ESG. La Misurazione della Sostenibilità, Rubbettino Editore. 2022. Pag.81

²⁴¹ LSEG, Environmental, social and governance scores from LSEG. Pagina 9. Dicembre 2023. <https://www.lseg.com/en>

Figura 30. Fattori ESG Refinitiv.



Fonte. LSEG, Environmental, social and governance scores from LSEG.

Il punteggio del pilastro ambientale e sociale è una somma relativa dei pesi delle categorie, che variano a seconda del settore per le categorie. Per quanto riguarda il fattore della governance, invece, i pesi rimangono gli stessi in tutti i settori²⁴².

I punteggi ESGC forniscono un punteggio completo della performance ESG di un'azienda, sulla base delle informazioni relative ai pilastri ESG, con la sovrapposizione delle controversie ESG catturate da fonti mediatiche globali. L'obiettivo principale di questo punteggio è quello di ridurre il punteggio della

²⁴² LSEG, Environmental, social and governance scores from LSEG. Pagina 9. Dicembre 2023. <https://www.lseg.com/en>

performance ESG basato su notizie negative dei media e ciò avviene incorporando l'impatto di controversie ESG significative nel punteggio ESGC complessivo²⁴³.

Quando le società non sono coinvolte in controversie ESG, il punteggio ESGC è uguale al punteggio ESG. Il punteggio relativo alle controversie ESG è calcolato sulla base di 23 controversie ESG. Nel corso dell'anno, se si verifica uno scandalo, l'azienda coinvolta viene penalizzata e ciò influisce sul punteggio e sul rating ESGC complessivo. L'impatto dell'evento potrebbe comunque manifestarsi nell'anno successivo qualora si verificassero nuovi sviluppi legati all'evento negativo, ad esempio cause legali, controversie legislative in corso o sanzioni. Tutti i nuovi materiali mediatici vengono catturati man mano che la controversia avanza.

L'analisi di sostenibilità di Refinitiv è strutturata sui tre pillar ESG, che individuano 10 categorie e oltre 500 metriche, dalle quali è estratto un sottogruppo significativo per un'analisi più adeguata delle aziende. Per ogni settore, il punteggio di ciascuna categoria è desunto dalla media aritmetica di tutti gli indicatori rilevanti di cui è composta, mentre i relativi pesi sono fissati in base al numero di indicatori che la compongono rispetto al totale degli indicatori. Pertanto, una categoria con un numero maggiore di indicatori avrà un peso più grande, essendo di maggior maturità e rilevanza per l'analisi ESG. La prima fase del processo è attribuire i punteggi delle categorie ESG. Per calcolarle i punteggi delle dieci categorie e il

²⁴³ LSEG, Environmental, social and governance scores from LSEG. Pagina 9. Dicembre 2023. <https://www.lseg.com/en>

punteggio relativo alle controversie ESG viene adottata la metodologia del ranking percentile. Questa metodologia si basa su tre fattori²⁴⁴:

1. Il numero di aziende peggiori dell'azienda in analisi (wF)
2. Il numero di aziende con lo stesso punteggio (sF)
3. Il numero di aziende totali rispetto alla metrica e alla classe di benchmark (bF)

$$score\ ESG = \frac{wF + \frac{sF}{2}}{bF}$$

Passando alle controversie, riguardanti l'ultimo esercizio contabile per evitare problemi di doppio conteggio, il punteggio è conseguito tramite 23 indicatori di controversie ESG. Il valore di default di tali indicatori è 0, per poi diventare 1 qualora ci fossero controversie rilevanti per ciascuna categoria, ed è normalizzato rispetto ai peer di settore (benchmark di riferimento per le controversie)²⁴⁵. In questo caso, ad un punteggio più alto corrisponde una situazione di maggiore gravità. Il punteggio ESGC viene calcolato come la media del punteggio ESG e del punteggio relativo alle controversie ESG in caso di controversie durante l'anno fiscale. Quando il punteggio delle controversie è maggiore del punteggio ESG, il

²⁴⁴ LSEG, Environmental, social and governance scores from LSEG. Pagina 12. Dicembre 2023. <https://www.lseg.com/en>

²⁴⁵ LSEG, Environmental, social and governance scores from LSEG. Pagina 17. Dicembre 2023. <https://www.lseg.com/en>

punteggio ESG è uguale al punteggio ESGC. Il punteggio ESG, dato dalla somma del punteggio ESG e ESGC, viene poi ordinato in forma percentile e opportunamente convertiti in 12 classi di valutazione da D- ad A+, come mostra la figura 31.

Figura 31. Schema di conversione Refinitiv ESG Scoring

Score	Rating	Descrizione
≥ 0.00 ≤ 0.0833	D-	Indica una scarsa performance ESG relativa ed un insufficiente grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG materiali
> 0.0833 ≤ 0.1667	D	
> 0.1667 ≤ 0.25	D+	
> 0.25 ≤ 0.3333	C-	Indica una performance ESG relativa soddisfacente ed un grado moderato di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG materiali
> 0.3333 ≤ 0.4167	C	
> 0.4167 ≤ 0.50	C+	
> 0.50 ≤ 0.5833	B-	Indica una buona performance ESG relativa ed un grado di trasparenza superiore alla media nel riportare pubblicamente i dati ESG materiali
> 0.5833 ≤ 0.6667	B	
> 0.6667 ≤ 0.75	B+	
> 0.75 ≤ 0.8333	A-	Indica un'eccellente performance ESG relativa ed un alto grado di trasparenza nel riportare pubblicamente i dati ESG materiali
> 0.8333 ≤ 0.9167	A	
> 0.9167 ≤ 1.00	A+	

Fonte. LSEG, Environmental, social and governance scores from LSEG.

CONCLUSIONI

L'elaborato ha tentato di fornire una panoramica sul processo evolutivo verso la sostenibilità ambientale, sociale e di governance che solo negli ultimi decenni ha registrato una maggior accelerazione. Gli eventi che stanno interessando in nostro pianeta hanno sollecitato l'introduzione delle tematiche ESG nelle strategie aziendali, rendendo le imprese più sensibili all'osservanza di pratiche che potessero garantire un più ampio *successo sostenibile*. La crescita degli approcci ESG ha portato a creare un vero e proprio ecosistema ESG formato da diversi soggetti che hanno contribuito alla loro istituzionalizzazione. Questo ha portato le imprese ad incrementare anche gli investimenti sostenibili che rispetto al 2016 hanno subito un incremento arrivando ad un ammontare di circa un terzo del Pil mondiale.

L'acronimo ESG si riferisce ad un framework di valutazione non finanziaria legata a tre fattori, ossia l'*Environmental*, il *Social* e la *Governance*. Tali criteri rientrano nella più ampia sfera dell'investimento sostenibile definito come la strategia che incorpora i fattori ambientali, sociali e di governance nelle decisioni di investimento. Nel corso degli anni ci sono stati diversi avvenimenti che hanno inciso sulla crescita dell'utilizzo degli ESG, come la *shareholder theory*, l'evoluzione del codice di Corporate Governance e la Direttiva europea sull'informativa non finanziaria. La crescita è stata quindi supportata da sviluppi sia storici che normativi che hanno inciso su tutti e tre i pilastri.

Il fattore l'*Environmental* pone l'attenzione sui rischi che le aziende possono arrecare agli ecosistemi ed in cui rientrano tutte le iniziative e le azioni realizzate dalle imprese che hanno l'obiettivo di ridurre il proprio impatto sull'ambiente. Inoltre, le loro azioni sono sorrette dalla volontà dell'Europa di diventare il primo continente con impatto climatico zero. Il fattore *Social*, invece, si riferisce alle relazioni che si instaurano con gli stakeholder interni ed esterni. Tutte le attività che l'azienda realizza nei confronti dei dipendenti e della comunità rappresentano la *Corporate Social Performance*. Il concetto ha avuto diverse evoluzioni, ma ad oggi viene visto sotto una prospettiva sia interna volta alla valorizzazione delle risorse umane, che esterna volta ad ottimizzare e migliorare i rapporti con i partner commerciali, i fornitori e i poteri pubblici. Infine, il fattore *Governance* fa riferimento alle pratiche e ai codici di condotta del governo societario e tutte le azioni volte ad allineare i comportamenti dei manager e dirigenti verso il raggiungimento dei risultati di sostenibilità. Nel momento in cui l'azienda pone tra gli obiettivi la sostenibilità, a livello di governance viene istituita la governance della sostenibilità, le politiche della sostenibilità ed infine il management della sostenibilità per tradurre a livello gestionale le politiche.

Passando al rapporto tra le dimensioni finanziarie ed i criteri ESG, diversi studi scientifici hanno riscontrato relazioni positive e negative in base alla dimensione che viene presa in considerazione. Quando si misura il valore aziendale, il metodo più accreditato è il Discounted Cash Flow in cui il valore si calcola in funzione

dello svolgimento della propria attività operativa. Ogni componente del calcolo può essere influenzato dalla variabile “sostenibilità” portando alla creazione del modello del Sustainability Discounted Cash Flow in cui si ipotizza che la nuova variabile alteri la rischiosità complessiva dell’azienda e di conseguenza il suo valore. I fattori ESG incidono sul valore anche attraverso la divulgazione di informazioni correlate ai fattori ambientali, sociali e di governance. L’analisi svolta nell’elaborato ha dimostrato che la divulgazione ha un ruolo di moderatore per mitigare gli effetti negativi delle debolezze e gli effetti positivi dei punti di forza dell’azienda in ambito ESG. I risultati mostrano che un’elevata informativa indebolisce i punti di forza, questo perché i mercati potrebbero interpretare l’intensificazione come un tentativo di giustificare un investimento eccessivo in attività ESG. Allo stesso modo, indebolisce gli effetti negativi, visto che la divulgazione aiuta le aziende a legittimare il proprio comportamento in ambito ESG, superando le proprie debolezze. La seconda dimensione finanziaria presa in considerazione nell’elaborato è la performance finanziaria che viene influenzata positivamente dalla divulgazione ESG. Gli effetti sono eterogenei rispetto alla presenza o meno di investitori con preferenze ESG che sono più preoccupati dalle informazioni ESG aziendali, all’età dell’impresa che va a determinare dei cambiamenti nelle caratteristiche aziendali, i media che sono diffusori di informazioni critiche all’interno mercato dei capitali e influenzano il *sentiment* degli investitori ed infine l’instaurarsi di conflitto di interessi tra gestori e

investitori. I risultati dello studio che ha affrontato tale rapporto ha dimostrato che una divulgazione ESG più trasparente attira più investitori, andando a migliorare la performance finanziaria nel lungo termine.

La terza dimensione che viene influenzata dagli ESG sono i rendimenti azionari, infatti, nell'analisi svolte sul rapporto che si viene a creare tra queste due variabili è stato dimostrato un potenziale aumento dell'impatto delle notizie ESG sui prezzi delle azioni. La valutazione dell'impatto si basa sullo studio del rendimento anomalo che si registra nel momento in cui viene divulgata una notizia ESG, positiva o negativa. I risultati hanno poi dimostrato che il rendimento anomalo giornalieri medio (AR) è statisticamente significativo solo quando viene pubblicata una cattiva notizia su una società e ciò indicata che gli investitori reagiscono di conseguenza alla divulgazione.

Le ultime due variabili che sono state affrontate riguardano il costo del capitale azionario e quello di debito, oltre che alla scelta della struttura delle fonti di debito. Per il costo del capitale proprio è stato dimostrato che le iniziative ambientali e di governance sono quelle che incidono positivamente sulla performance finanziaria, consentono un migliore accesso al capitale e quindi una riduzione del costo del capitale. Un altro aspetto importante che incide sul costo del capitale proprio è la condotta ESG delle imprese. Studiando il RepRisk Index o RRI è stato infatti dimostrato che si viene a creare una relazione statisticamente significativa e positiva tra la cattiva reputazione ESG e il costo del capitale proprio.

Per il costo del debito, al giorno d'oggi gli istituti di credito hanno iniziato a integrare le informazioni ESG per la valutazione e la gestione del rischio nella concessione del credito. Le imprese con un alto livello di divulgazione ESG vanno a ridurre l'asimmetria informativa con gli istituti sul loro impegno delle tematiche ESG e questo si traduce in una riduzione del costo del debito. Sulla base di questo si ipotizza l'esistenza di una relazione negativa tra la divulgazione dei fattori ESG da parte delle imprese e il loro costo del debito. Questa ipotesi è stata testata utilizzando come misura per il costo del capitale di debito il rapporto tra gli interessi passivi dell'impresa e il suo debito medio. I risultati della regressione suggeriscono una relazione negativa e statisticamente significativa tra il costo del debito e la performance ESG, perciò all'aumentare della performance ESG, diminuisce l'importo degli interessi che gli istituti di credito sono disposti a ricevere. La crescente propensione degli istituti finanziari a considerare i fattori ESG nelle decisioni di concessione ha portato a requisiti più severi per le numerose aziende con scarsa reputazione ESG. Le banche sono in grado di monitorare i mutuatari e individuare facilmente le imprese con un'elevata esposizione al rischio ESG che hanno forti incentivi a nascondere i propri comportamenti scorretti. L'analisi svolta all'interno di questo lavoro ha dimostrato che con una maggiore esposizione al rischio ESG, le imprese fanno meno affidamento sui prestiti bancari per evitare restrizioni e il monitoraggio dagli istituti di credito.

L'ottenimento di risultati derivanti dalla strategia ESG definita dall'azienda è subordinato ad una corretta analisi di tutti quei temi ESG materiali per l'azienda e per il settore di appartenenza. I temi materiali sono quegli aspetti e attività che influiscono, o potrebbero influire, sul valore futuro dell'azienda e per questo necessitano di essere prioritizzati per poter mitigare i rischi e sfruttare le opportunità. Per capire quali sono i temi le aziende possono impostare la matrice di materialità dove vengono identificati i temi che hanno una rilevanza sia per gli stakeholder che per l'azienda stessa. I risultati che un'impresa ottiene e soprattutto la qualità delle iniziative ESG vengono poi valutate dai provider di rating che emettono il rating ESG (o rating di sostenibilità). È un giudizio complementare al rating tradizionale, in cui le società di rating ESG elaborano un quadro di valutazione attraverso il quale viene giudicato l'operato e la performance di singole società, interi settori o anche nazioni riguardante i tre aspetti ESG. Ogni provider di rating promuove un framework proprietario di analisi e gli aspetti caratteristici della propria metodologia. A causa della moltitudine di agenzie di rating, i punteggi ESG sono caratterizzati da un certo grado di eterogeneità e difficilmente confrontabili, determinando casi di forte divergenza tra giudizi emessi da fornitori diversi. Nonostante questa criticità, il rating ESG è un'ulteriore informazione che gli investitori possono utilizzare per conoscere meglio la realtà aziendale con cui si interfacciano e soprattutto per fare una valutazione a 360° sull'azienda.

BIBLIOGRAFIA

- Angiulli S., Sostenibilità e analisi di materialità, quanto è importante per le imprese? Ottobre 2023.
- Attisano F. D., La centralità della sostenibilità nella corporate governance del terzo millennio. 09/03/20.
- Baldi P.P, La nuova Direttiva sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD) e revisione contabile sui dati non finanziari - Il concetto di materialità: definizioni e sviluppi futuri. Commissione ESG, Sviluppo Sostenibile e Corporate Reporting. ODCEC Roma. 17/01/2023.
- Balocco V., Criteri SASB: che cosa sono e perché sono importanti per il reporting ESG. ESG360. 12 settembre 2022.
- Battaglini E., Corporate Social Performance. Springer encyclopedia on sustainable development goals. Volume 9. Maggio 2021.
- Becchetti L., Cucinelli D., Ielasi F., Rossolini M., Corporate social irresponsibility: The relationship between ESG misconduct and the cost of equity. International Review of Financial Analysis. Volume 89. 2023.
- Berg F., Kölbel J. F., Rigobon R., Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. Review of Finance. Volume 26. Issue 6. November 2022.
- Bicciato F., Disclosure ESG e doppia materialità per la transizione. ESG Business Review n° 7 - marzo 2022.
- Boffo R., Patalano R., ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, 2020. Pagina 18, OECD Paris.
- Bofinger Y., Heyden K. J., Rock B., Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures. Journal of Banking and Finance. Volume 134. Gennaio 2022.
- Boni L., Calderini M., Interpretazione strategica del quadro normativo UE per lo sviluppo sostenibile nel settore della finanza: il ruolo chiave della misurazione d'impatto. Rivista Corporate Governance, G. GIAPPICHELLI EDITORE, Torino.

- Borrello A., Rolla F, Rischi ESG: la governance tra compliance anticorruzione e indagini interne. *IlSole24Ore*. 21 marzo 2023.
- Byrne D, what is the history of ESG? Corporate Governance Institute.
- Cantino V., Devalle A., Fiandrino S., ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays. *International Journal of Business and Social Science*. Volume 8. Maggio 2017.
- Chen Z., Xie G., ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*. October 2022.
- Capelle-Blancard G., Petit A., Every Little Helps? ESG News and Stock Market Reaction. *Journal of Business Ethics*. Volume 157. 2019.
- Cao J., Titman S., Zhan X., Zhang W. E., ESG Preference, Institutional Trading, and Stock Return Patterns. *SSRN Electronic Journal*. Agosto 2021.
- Chen J., Risk Discount: What It is, How It Works, Examples. Investopedia. Maggio 2022.
- Christensen D., Serafeim G., Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. Harvard Business School. Working Paper 20-084. Dicembre 2020.
- Chen J., Risk Discount: What It is, How It Works, Examples. Investopedia. Maggio 2022.
- Commissione UE: nuovo pacchetto di misure su finanza sostenibile.
- Commissione europea – Una strategia industriale per un'Europa competitiva, verde e digitale
- Commissione Europea. Politica industriale dell'UE
- Commissione Europea. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni "*Innovazione per un futuro sostenibile: il piano d'azione per l'ecoinnovazione*". 15 dicembre 2011

- Commissione Delle Comunità Europee. Che cos'è la responsabilità sociale delle imprese?
- Commissione Delle Comunità Europee. Libro Verde. Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese. Bruxelles, 18/07/2001.
- Consiglio dell'UE e del Consiglio europeo. Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici.
- Consiglio dell'Unione europea, Rating ambientali, sociali e di governance (ESG): accordo raggiunto tra Consiglio e Parlamento. Comunicato stampa del 5 febbraio 2024.
- Dal Fabbro L., ESG. La Misurazione della Sostenibilità, Rubbettino Editore. 2022.
- De Vincentiis P., Do international investors care about ESG news? Qualitative Research in Financial Markets. Volume 15, Issue 4. 2023.
- Di Carlo E., Il bene dell'azienda come terza via al dilemma shareholder vs stakeholder, Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, gennaio 2021, Volume 121.
- Eliwa Y., Aboud A., Saleh A., ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. Critical Perspectives on Accounting. Volume 79 (2021).
- Fatemi A., Glaum M., Kaiser S., ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. Global Finance Journal. Volume 38. November 2018
- Ferris S. P., Javakhadze D., Rajkovic T., The international effect of managerial social capital on the cost of equity. Journal of Banking and Finance. Volume 71. 2017.
- Fiori A., La valutazione con il metodo DCF: schema di riferimento, giugno 2014.
- Flax R., Prospettive 2023-2033. Perché il 2023 è un buon momento per investire. Febbraio 2023.

- Giani S., Migliorini C., Dal Pozzo E., Grosso G., Rating ESG quali strumenti di strategia aziendale. *IlSole24Ore*. Numero 4. Novembre 2022.
- Giannone C., Dobbiamo ancora credere alla teoria che esistano mercati azionari buoni? *Il Sole24Ore*, 30 novembre 2021.
- Greenleaf R., *The Servant as Leader*. Greenleaf Center for Servant Leadership. 10 luglio 2012
- Hayes A., *Risk Premiums: Like Hazard Pay for Your Investments*. Investopedia. Giugno 2023.
- Humphrey J. E., Lee D. D., Shen Y., does it cost to be sustainable? *Journal of Corporate Finance* (2012).
- Kay I., Brindisi C., Martin B., *The Stakeholder Model and ESG*, 01/09/20, Harvard Law School Forum on Corporate Governance.
- Kieschnick R., Moussawi R., Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*. Volume 48. Febbraio 2018.
- Kim E., Lyon T. P., Greenwash vs. Brownwash: Exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure. *Organization Science*. Volume 26. Numero 3.
- Kumar S., *A Review ESG Performance as a Measure of Stakeholders Theory*, 08/02/23, Volume 27 (2023).
- Kusumawardani A., Che Haat M. H., Saputra J., Y Yusliza M. e Muhammad Z., *A Review of Corporate Financial Performance Literature: A Mini-Review Approach* Keywords. Luglio 2021.
- Levinson J., Walter A., *ESG is at a crossroads*, 2023.
- Levitt T., *The dangers of social responsibility*. Harvard Business Review. Ottobre 1958.
- Lozzi F., Schiesari R., Malfatti L., *La valutazione d'azienda nel mondo ESG*. Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino. 12 maggio 2021.

- Magrassi L., Integrazione delle variabili di sostenibilità nella valutazione aziendale. Concetto di valore e Sustainable Discounted Cash Flow. Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 12 aprile 2022.
- Martini A., Socially responsible investing: from the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union, 07 April 2021, Environment, Development and Sustainability: A Multidisciplinary Approach to the Theory and Practice of Sustainable Development. Volume 23.
- Merler S., Il Regolamento UE sui rating ESG non farà la differenza. Il Sole24Ore. Febbraio 2024.
- Minciullo M., Zaccone M.C, Pedrini M., La governance della sostenibilità Esperienze e sfide in atto. Giugno 2022. EGEA S.p.A.
- Myers S. C., Majluf N. S, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. Journal of Financial Economics. Volume 13. Febbraio 1984.
- Newton D. P., Ongena S., Ru Xie, Binru Zhao, Firm ESG Reputation Risk and Debt Choice. Ottobre 2022.
- Ng A. C., Rezaee Z., Business sustainability performance and cost of equity capital. Journal of Corporate Finance. Volume 34. 2015.
- OCSE Publishing, Social Impact Investment, the Impact Imperative for Sustainable Development, 2019, Paris.
- Panagiotis A., Stylianos A., Xinyu L., The role of environmental, social, and governance rating on corporate debt structure. Journal of Corporate Finance. Volume 83. Dicembre 2023.
- Pelosi N., Adamson R., Managing the “S” in ESG: The Case of Indigenous Peoples and Extractive Industries, Journal of Applied Corporate Finance. Volume 28. 2016.
- Petrini G., Scegliere come misurare la sostenibilità. Linee guida ad una scelta consapevole dei metodi per misurare la sostenibilità aziendale. Edizione 1. Gennaio 2023.

- Pizzuto B., Shared Value ed Enterprise Value. Evidenze empiriche e costruzione di un sustainability discounted cash flow model. Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti. Dicembre 2021.
- Redazione ESG360, Materialità: parola chiave per comprendere il valore della sostenibilità. ESG360. 2 febbraio 2022.
- Santeusanio L., ESG: Significato, criteri, investimenti & normative, 16/03/2023.
- Simon F., EU Commission unveils ‘European Green Deal’: The key points. 11/12/2019.
- Starks L. T., Venkat P., Zhu Q., Corporate ESG Profiles and Investor Horizons. Ottobre 2017.
- Soana M.G, The Relationship Between Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance in the Banking Sector. Journal of Business Ethics. Volume 104. 2011.
- Surace F., Ecco cosa pensa il mercato del caso Tod’s-Roger Vivier. 04/02/2016.
- Valenti C., Il prezzo della sostenibilità. Etica Economia. 2 maggio 2021.
- Verrecchia R. E., Discretionary disclosure. Journal of Accounting and Economics, Volume 5, 1983.
- Wood D. J, Corporate Social Performance. 14 dicembre 2022.
- Zanotti L., Matrice di materialità: che cos’è, come si fa e perché l’analisi è così importante. ESG360. 23 febbraio 2022.

SITOGRAFIA

- <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
- <https://www.socialimpactagenda.it/impact-investing/>
- <http://stakeholdertheory.org/about/>
- <https://www.thecorporategovernanceinstitute.com/insights/news/esg-is-at-a-crossroads/>
- <https://sa-intl.org/it/resources/sa8000-standard/>
- <https://www.socialprogress.org/framework-0/>
- <https://aplanet.org/it/risorse/rischi-esg/>
- <https://sdgs.un.org/goals>
- <https://www.esg360.it/esg-world/matrice-di-materialita-cose-come-si-fa-importanza-analisi/>
- <https://sasb.ifrs.org/standards/>
- <https://sasb.ifrs.org/standards/materiality-finder/find/>
- <https://www.greenmarketingitalia.com/matrice-di-materialita-cos-e/>
- <https://www.nexigroup.com/it/esg/documenti/>
- <https://investiresponsabilmente.it/glossario/rating-esg/>
- https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/industry-and-green-deal_it
- <https://www.euractiv.com/section/energy-environment/news/eu-commission-unveils-european-green-deal-the-key-points/>

- <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/eu-industrial-policy/>
- https://green-business.ec.europa.eu/eco-innovation_en
- <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2024/02/23/esg-esma-regolamento-ue/>
- <https://www.msci.com/esg-and-climate-methodologies>
- <https://www.lseg.com/en>

RINGRAZIAMENTI

A conclusione di questo elaborato è doveroso ringraziare tutte le persone, senza le quali questo lavoro di tesi non esisterebbe nemmeno.

In primis, un ringraziamento particolare va al professore Oscar Domenichelli che mi ha seguito, con la sua infinita disponibilità, in ogni step della realizzazione dell'elaborato, fin dalla scelta dell'argomento.

Alla mia famiglia, che mi ha supportata durante questo percorso universitario e mi ha permesso di conseguire questo titolo. A nonno Fausto che purtroppo non può essere qui con noi a festeggiare, ma che spero mi guardi da lassù e sia orgoglioso dei miei risultati.

Al mio ragazzo, che più di ogni altro sa cosa rappresenta per me questo giorno e che ha seguito passo passo questa tesi. Mi hai sopportato, supportato, calmato, spronato, incoraggiato. Sei sempre stato con me e mi hai sempre fatto sentire quanto tu credessi in me, dopo ogni caduta, prima di ogni vittoria.

Alle mie *pazzeske*, che non vedevano l'ora di poter festeggiare con me questo traguardo. Siete e sarete sempre al mio fianco in ogni decisione e in ogni step della mia vita.

Infine, un ringraziamento speciale va alla mia senior Lorella con cui ho avuto il piacere di lavorare insieme in questi mesi e che ha sempre avuto la premura di avere gli aggiornamenti sulla stesura di questo elaborato.