



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche e Finanziarie

**Criteria ESG: finanza sostenibile e misurazione delle
performance**

ESG criteria: sustainable finance and performance
measurement

Relatore: Chiar.mo
Prof. Lucarelli Caterina

Tesi di Laurea di:
Lacchè Giuseppe

Anno Accademico 2021 – 2022

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 – LA FINANZA SOSTENIBILE	7
<i>1.1 Socially Responsible Investment (SRI)</i>	7
1.1.1 Evoluzione Storica del concetto di sostenibilità	10
1.1.2 Investimenti ESG	13
1.1.3 Il CSR e la Triple Bottom Line	16
1.1.4 I fattori ESG	18
<i>1.2 Quadro normativo recente</i>	23
1.2.1 Piano d’azione per la finanza sostenibile	23
1.2.2 Il TEG	30
1.2.3 Regolamento EU 2020/852 “ Tassonomia”	31
1.2.4 Regolamento EU 2019/2088 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR)	32
CAPITOLO 2 – PRINCIPI DI COMUNICAZIONE DEGLI ESG	34
<i>2.1 Politiche di due diligence</i>	34
<i>2.2 Obbligo alla Disclosure</i>	37
<i>2.3 Limitare il Greenwashing</i>	42
CAPITOLO 3 – MISURARE LE PERFORMANCE ESG	48
<i>3.1 Standard di riferimento</i>	48
3.1.1 Indicatori e parametri di misura	51
<i>3.2 Principali provider di rating ESG</i>	53
3.2.1 MSCI ESG Ratings	54
3.2.1 Morningstar Sustainability Ratings	59

<i>3.3 Critiche sulla varietà degli score ESG</i>	68
CONCLUSIONI	94
BIBLIOGRAFIA	96
SITOGRAFIA	98

Introduzione

Il presente lavoro nasce dalla volontà di approfondire un tema sempre più attuale e discusso, quale quello della finanza sostenibile: esso riveste oggi un ruolo fondamentale nell'economia, poiché si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale. Le crisi che negli ultimi venti anni hanno colpito l'economia mondiale, tra cui la Grande Crisi Finanziaria, il cambiamento climatico e l'attuale crisi sanitaria ed economica, hanno contribuito a rendere evidente l'esigenza di realizzare un cambiamento radicale dei sistemi sociali ed economici nella direzione della sostenibilità. La più grande sfida che le società di tutto il mondo si trovano ad affrontare consiste proprio nell'individuare e realizzare un modello di crescita economica basato sulla sostenibilità ambientale, economica e sociale. Per la realizzazione di questa transizione il sistema finanziario assume un ruolo fondamentale ed è chiamato a supportarla mediante la piena integrazione dei fattori di sostenibilità ambientale, sociale e di governane (fattori ESG) nella valutazione di rischi e opportunità di investimento. A tal proposito, l'Unione Europea ha compiuto importanti passi avanti nella regolazione della finanza sostenibile, che con il supporto degli Stati membri porteranno ad una vera svolta sostenibile.

Nel primo capitolo si affronterà il tema della finanza sostenibile. Si passerà a trattare il fenomeno dell'Investimento Sostenibile e Responsabile (SRI) e al passaggio da questi a investimenti ESG, analizzando come i fattori ambientale, sociali, e di governance diventano, al pari dei criteri tradizionali di rischio e rendimento, veri e propri criteri di valutazione degli investimenti. Si approfondiranno alcune recenti novità apportate al quadro regolamentare dell'Unione Europea in materia di finanza sostenibile, in particolare del Piano d'Azione della Commissione Europea per finanziare la crescita economica sostenibile. L'intento del capitolo è di mettere in luce il trend in crescita di queste pratiche di investimento, dovuto soprattutto alla maggior consapevolezza da parte degli operatori del sistema finanziario delle opportunità che l'investimento sostenibile offre in termini di rendimento.

Nel secondo capitolo vedremo come il Regolamento EU 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio, tra le varie raccomandazioni impone a tutti i partecipanti al mercato finanziario e ai consulenti finanziari di pubblicare sul loro sito politiche di *due diligence* e obblighi di *disclosure*, con l'obiettivo di rendere sempre più difficile la nascita di quei comportamenti che vanno sotto il nome di "*greenwashing*" capaci di sfruttare la sensibilità del pubblico ai temi ambientali e sociali per drenare risorse finanziarie senza un reale impegno in tal senso.

Infine il terzo capitolo tratta in modo specifico dei rating ESG, lo strumento principale a disposizione degli investitori per valutare la sostenibilità dei propri investimenti. La domanda sempre crescente di questo tipo di informazioni ha fatto nascere un importante mercato, composto da società che si occupano di creare e commercializzare questi giudizi; tuttavia rimangono molte ombre e incongruenze sui metodi di costruzione dei rating di sostenibilità, che sono stati oggetto per questo di numerose critiche.

Capitolo 1 – La finanza sostenibile

1.1 Socially Responsible Investment (SRI)

La finanza sostenibile è l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria, si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale. In particolare, le considerazioni di carattere socio-ambientale, sempre più collegate, tengono conto dei fatti legati ai cambiamenti climatici, al loro adattamento, alla biodiversità e agli ecosistemi naturali, nonché allo sviluppo del capitale umano, alle disuguaglianze e alle condizioni estreme in cui riversa la società mondiale. La globalizzazione dei mercati ed il consolidamento di una dimensione finanziaria assai distante dall'economia reale hanno messo in evidenza la fragilità di dinamiche per lo sviluppo improntate solo sul profitto.

Nel 2013 il Gruppo di Lavoro del Forum per la Finanza Sostenibile ha elaborato la seguente definizione: *“L'Investimento Socialmente Responsabile (o SRI) mira a creare valore per l'investitore e per la società nel suo complesso attraverso una strategia d'investimento orientato al medio-lungo periodo che, nella valutazione di imprese ed istituzioni, integra l'analisi finanziaria con quella sociale, ambientale*

e di buon governo”¹. Gli investimenti socialmente responsabili non hanno una origine recente, né tantomeno una data precisa; le sue radici possono essere ricondotte a vari movimenti religiosi. La credenza comune è che gli investimenti etici iniziarono nel diciassettesimo secolo con i quaccheri² che proibirono l’investimento in schiavitù e armamenti, poiché la loro ideologia era basata sull’uguaglianza e sull’umiltà di fronte a Dio. A cavallo del periodo delle due guerre mondiali, il tema dell’investimento etico non era così importante per gli investitori, a causa del fatto che in questi anni gli investimenti erano principalmente indirizzati sulle armi. La nascita degli SRI si può dire che sia decollata a partire dalla fine degli anni ’60, grazie ai movimenti che volevano evitare la guerra e il razzismo: si dovette metabolizzare le conseguenze sociali degli investimenti nelle armi per indirizzarsi di più sugli investimenti etici. Un importante esempio può essere il PaxWorld Fund, primo fondo comune di investimento fondato negli Stati Uniti nel 1971 a seguito della guerra del Vietnam. Questo fondo fu istituito per prevenire gli investimenti in armi durante la guerra ed era rivolto in particolare agli investitori che non volevano trarre profitto dalla guerra in Vietnam. Nel 1975 fu fondata Walden Asset Management (WAM) a Boston, società leader negli investimenti socialmente responsabili (SRI), subito dopo gli albori del movimento moderno

¹ Forum per la Finanza Sostenibile, L’Investimento Sostenibile e Responsabile: una definizione al passo con i tempi. La posizione ufficiale del Forum per la Finanza Sostenibile, Milano, 2013

degli SRI stimolato dagli accadimenti della guerra del Vietnam, da quel momento è diventato uno dei principali attori nella comunità SRI. All'inizio degli anni '90, gli SRI divennero un fenomeno in continua espansione in Europa, negli Stati Uniti e in tutto il mondo; le persone stavano acquisendo consapevolezza delle questioni etiche e quindi preferivano acquistare prodotti realizzati da aziende che rispettassero determinati valori, come ad esempio quelli che tutelano l'ambiente o quelli che si preoccupano delle condizioni dei lavoratori. Negli ultimi anni il focus si è spostato sempre più all'eliminazione del "bad" (screening negativo) alla preferenza consapevole per il "good" (screening positivo) anche per migliorare le prestazioni finanziarie. Questi metodi vengono spesso combinati per trovare gli investimenti migliori in base a criteri sociali ed ambientali. Accanto ai primi fondi socialmente responsabili, sono nati anche i primi indici di sostenibilità negli anni 2000, come il FTSE4GOOD³ e il Dow Jones Sustainability Index.⁴

³ **FTSE4Good Index Series** è un insieme di indici ponderati per la capitalizzazione di mercato gestiti dal FTSE Group (Financial Times Stock Exchange) per misurare la performance delle aziende che soddisfano gli standard di responsabilità aziendale riconosciuti a livello globale.

⁴ **Dow Jones Sustainability Index**, nato nel 1999 dalla collaborazione tra S&P Dow Jones Indices e RobecoSAM, società di investimenti orientata alla Sostenibilità finanziaria, ha il compito di valutare e compensare le aziende più performanti sulla base di un insieme di criteri Esg.

1.1.1 Evoluzione Storica del concetto di sostenibilità

Il concetto di sostenibilità è legato intrinsecamente a quello di tutela dell'ambiente, ma negli ultimi anni ha vissuto una profonda evoluzione: si è partiti da una visione incentrata quasi esclusivamente sugli aspetti ecologici, per approdare a un significato più ampio che considera, oltre alla dimensione ambientale, anche quella economica e sociale. Il termine “sostenibilità” è stato introdotto nel corso della prima Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente del 1972, per poi essere codificato nel 1987, con la pubblicazione del così chiamato rapporto Brundtland. Il concetto di “sviluppo sostenibile” è stato definito nel Rapporto come *“lo sviluppo che è in grado di soddisfare i bisogni della generazione presente, senza compromettere la possibilità che le generazioni future riescano a soddisfare i propri”* o, ancora, come un *“processo di cambiamento tale per cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e i cambiamenti istituzionali siano resi coerenti con i bisogni futuri oltre che con gli attuali”*⁵

Il 22 aprile del 1970, negli Stati Uniti, 20 milioni di ambientalisti si mobilitarono per sensibilizzare il governo e l'opinione pubblica sulla necessità di tutelare le risorse naturali. Nasceva così la prima Giornata mondiale della Terra (Earth Day),

⁵ Commissione Mondiale sull'ambiente e lo Sviluppo delle Nazioni Unite, Rapporto Brundtland, 1987

ratificata poi dalle Nazioni Unite. A 50 anni di distanza, l'appuntamento è diventato globale, coinvolge 193 Paesi nel mondo e attraverso l'Earth Day Network rilancia la sfida a trovare nuova soluzione alla domanda: in che modo possiamo contribuire alla sostenibilità ambientale e ridurre l'impatto del nostro stile di vita sul Pianeta? Oggi la risposta è un modello di sviluppo in grado di mantenere l'equilibrio tra rispetto dell'ambiente e progresso socioeconomico, attraverso strategie di lungo periodo. Il primo programma globale di politiche eco-sostenibili ad andare in questa direzione è stata l'Agenda 21, adottata dalla Conferenza Onu su Ambiente e Sviluppo tenutasi a Rio de Janeiro nel 1992. Nel settembre del 2015, l'Onu ha poi ulteriormente ampliato il piano d'intervento definendo con l'Agenda 2030 i 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile (Sustainable Development Goals, SDG): un quadro di azioni e di target per migliorare la vita delle popolazioni di tutto il mondo e salvaguardare gli ecosistemi del Pianeta. A partire dagli anni '90, quindi, non solo i governi hanno iniziato a adottare normative di salvaguardia e strumenti per valutare l'impatto delle attività industriali e di produzione di beni e servizi, ma anche le aziende e i singoli cittadini hanno iniziato a fare la propria parte. In particolare, le filiere produttive hanno consolidato l'adozione di politiche ambientali che si traducono in esempi di sostenibilità ambientale sempre più diffusi. Inoltre, 195 paesi hanno adottato il primo accordo universalmente e legalmente vincolante sul clima con l'Accordo di Parigi superando il protocollo di Kyoto (1997). L'impegno è quello di contrastare gli effetti dei cambiamenti climatici e

mantenere il livello del riscaldamento globale sotto la soglia dei 2.0° C portando avanti i piani posti in essere per limitarlo a 1.5°C, riducendo le emissioni globali e supportando le città, le autorità subnazionali, la società civile ed il settore privato verso l'adozione di un modello più sostenibile.

1.1 Fig: Rappresentazione degli obiettivi per lo sviluppo sostenibile



Fonte: Commissione europea, 2019, documento di riflessione “Verso un’Europa sostenibile entro il 2030” pag. 8

1.1.2 Investimenti ESG

Come è stato accennato precedentemente, gli investimenti socialmente responsabili (SRI) iniziarono a svilupparsi negli anni Settanta del secolo scorso, poiché gli investitori utilizzavano principalmente criteri di screening negativo per escludere tutti quegli investimenti in tabacco, gioco d'azzardo, armi, intrattenimento per adulti e altri vizi, ovvero tutte quelle società ritenute "cattive" o "socialmente irresponsabili". La filosofia alla base di questa azione era che il capitale doveva essere indirizzato a quelle imprese "moralmente buone", eliminando o selezionando investimenti secondo specifiche linee guida etiche che possono essere religiose, di valori personali o credenze politiche. Questo concetto di base e questa filosofia ha subito negli anni alcune evoluzioni, declinazioni e critiche che vedono gli investimenti SRI come una visione ristretta dell'universo generale dell'investimento sostenibile.

Gli investimenti ESG, sebbene vengano associati agli investimenti SRI, in realtà non sono perfettamente coincidenti a quest'ultimi. Spesso sono usati in modo alternativo da clienti e professionisti; tuttavia, l'investimento ESG è inteso da alcuni come una classe a parte di investimento sostenibile, da altri come una sua specifica classe di investimento in quanto il termine SRI racchiuderebbe al suo interno gli investimenti etici, investimenti ESG e l'impact investing. L'investimento ESG può essere definito come l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance

all'interno del processo di investimento. Sfruttando questo criterio, gli investitori possono prediligere le società in cui investire in quanto i fattori ESG, come per esempio la tollerabilità ambientale o la salvaguardia dei diritti dei lavoratori, sono considerati fattori che garantiscono lunga vita a una società. In altri termini, le aziende che seguono standard ambientali, sociali e di governance di alta qualità hanno maggiori probabilità di sovraperformare i propri competitor nel lungo periodo. Il termine ESG viene quindi utilizzato per indicare un sottoinsieme di indicatori di performance non finanziari che includono questioni sostenibili, etiche e di governance che hanno un impatto tangibile sulla performance dell'investimento.

L'integrazione dei fattori ESG viene utilizzata per migliorare l'analisi finanziaria tradizionale identificando potenziali rischi e opportunità oltre le valutazioni tecniche tradizionali. Nonostante esista una sovrapposizione di coscienza sociale, l'obiettivo principale delle valutazioni e integrazioni ESG rimane la performance finanziaria. Gli investimenti con buoni punteggi ESG hanno infatti la possibilità di generare rendimenti, mentre quelli con punteggi ESG bassi possono limitare i rendimenti. La differenza principale tra gli investimenti ESG e l'investimento SRI si basa proprio in questa identificazione. A differenza dell'analisi ESG che modella le prestazioni "sociali" delle società, l'investimento SRI applica screening negativi o positivi sull'universo di investimento, ad esempio un investitore potrebbe voler evitare qualsiasi fondo comune di investimento o

exchange traded fund (ETF) che investe in società impegnate nella produzione di armi da fuoco perché posseggono convinzioni anti conflittuali; oppure scegliere di destinare una parte fissa del proprio portafoglio a società che partecipano a ideologie benefiche.

L'uso degli investimenti ESG sta acquisendo sempre più rilievo, come dimostrato anche dal documento della Banca d'Italia in cui nella gestione degli investimenti finanziari dà valore alla sostenibilità⁶:

“La Banca d'Italia, per contribuire a uno sviluppo economico sostenibile, ha deciso di privilegiare, nelle proprie scelte di investimento, le imprese che impiegano metodi produttivi rispettosi dell'ambiente, che garantiscono condizioni di lavoro inclusive e attente ai diritti umani e che adottano i migliori standard di governo di impresa. A questo scopo ha modificato le modalità di gestione dei propri investimenti azionari attribuendo un maggior peso ai fattori che aumentano la sostenibilità (fattori ESG, acronimo di Environmental, Social and Governance). Una nota tecnica dettagliata è disponibile sul sito Internet della Banca”⁷.

⁶ Cfr. Banca d'Italia, Comunicato stampa del 15 maggio 2019: “La Banca d'Italia dà valore alla sostenibilità negli investimenti finanziari”
<https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2019-01/cs-20190515-esg.pdf>

1.1.3 Il CSR e la Triple Bottom Line

La questione della sostenibilità sta diventando ancora più predominante negli ultimi anni non solo per gli investitori, ma anche per le società stesse che si interessano maggiormente alle problematiche ambientali, dei cambiamenti climatici, del modo in cui vengono trattati i propri dipendenti. La responsabilità sociale d'impresa (CSR) nel linguaggio economico finanziario, è l'ambito riguardante le implicazioni di natura etica all'interno della visione strategica d'impresa. La descrizione di CRS è data dal Consiglio Mondiale delle Imprese per lo Sviluppo Sostenibile (World Business Council for Sustainable Development) in una pubblicazione di Holme e Watts⁸. Il CSR viene definito come il proficuo impegno delle imprese a comportarsi in modo etico e contribuire allo sviluppo economico, migliorando nel contempo la qualità della vita, della forza lavoro e delle loro famiglie, nonché della comunità locale e della società in generale. La responsabilità sociale d'impresa stabilisce il focus nell'attenzione di avere un buon governo societario con la tutela degli interessi degli azionisti e gli interessi degli stakeholder, come i dipendenti a la comunità locale. In alcune organizzazioni, il concetto di CSR è appoggiato da tre termini che sono: sociale, economico e ambientale; tutte riunite nel concetto di "triple bottom line".

⁸ L. Holme and R. Watts. "Making good business sense". The world council for sustainable development, Geneva 1999.

Il termine “*triple bottom line*” fu ideato per la prima volta nel 1994 da John Elkington, ideatore della organizzazione internazionale SustainAbility. Elkington realizzò questa teoria nel suo libro del 1997, “Cannibals With Forks: the triple bottom line of 21st century business”, in cui dichiara che le società dovrebbero fondare la propria strategia aziendale “mescolando” tre variabili, le cosiddette 3P: profitto, persone, pianeta; con il fine di produrre risultati positivi e raggiungere un vantaggio competitivo nel medio-lungo termine. Una volta inserito e messo a punto nel sistema centrale dell’azienda, sarebbe in grado di portare il successo dell’organizzazione. La triple bottom line fa riferimento a tre categorie principali che sono il pianeta, le persone e il profitto. Le persone sono sinonimo di *social* perché si concentrano sulla professione e sulla loro condizione sul posto di lavoro, il pianeta è sinonimo di *ambiente*, in quanto fa riferimento ai problemi ambientali, e infine profitto sta per *economico* poiché si concentra sul lato prettamente finanziario di un’azienda. Questo tipo di approccio significa che le imprese e gli enti *non profit* dovrebbero sviluppare investimenti sostenibili e decisioni partendo dalla base (bottom), proseguendo simultaneamente tre obiettivi (triple-line): in primo luogo l’equità sociale, in secondo luogo una qualità ambientale ed infine una prosperità economica. Essere socialmente responsabili significa non solo soddisfare pienamente gli obblighi giuridici applicabili, ma anche andare al di là investendo di più nel capitale umano, nell’ambiente e nei rapporti con le altre parti interessate. Alla luce di questa attenta analisi, è possibile

confermare che la triple bottom line è strettamente connessa con i fattori ambientali, sociali e di governance, definiti come fattori ESG (Environmental, Social, Governance). A tal proposito sempre un numero maggiore di investitori pretendono che i loro portafogli tengano in proporzionata considerazione questi valori, in quanto vogliono investire in società le cui attività siano compatibili con le questioni e le problematiche ESG, in maniera tale da supportare al meglio le loro decisioni di investimento a lungo periodo.

1.1.4 I fattori ESG

I fattori ESG introducono il tema della sostenibilità nel mondo finanziario. Non stupisce quindi che due di questi, ambientale e sociale, siano gli stessi presentati dal rapporto Brundtland. I fattori ESG sono uno dei temi più considerati dagli investitori istituzionali nei processi che portano a scommettere su una realtà aziendale: per questo è fondamentale che l'impegno delle imprese in ambito di sostenibilità ambientale, sociale e governance sia trasparente e autentico, ma anche che gli indici di valutazione delle diverse autocertificazioni siano attendibili e affidabili. Le tre lettere rimandano ai termini Environment, Social e Governance, ovvero a tre aree di interesse e d'azione: ambientale, sociale e di governo aziendale. E se l'acronimo non ha bisogno di molte spiegazioni, poiché questi fattori sono

sempre più conosciuti e negli ultimi anni l'accelerazione degli investimenti ESG è stata notevole, vale la pena ribadire che l'impegno che le aziende si assumono determina una visione del futuro più sostenibile, ad alto valore comunitario ma anche economico.

Il primo criterio dell'acronimo ESG è indicato dall'aggettivo "Environmental" che nella triple bottom line è strettamente collegato con la parola "pianeta", si riferisce a numerosi parametri come l'attenzione al cambiamento climatico, alla sicurezza alimentare, al contenimento delle emissioni di anidride carbonica o ai tentativi di ridurre l'utilizzo delle risorse naturali. Comprende quindi tutte le iniziative e le azioni che hanno l'obiettivo di ridurre il più possibile l'impatto che le aziende hanno sull'ambiente e sul territorio, con la transizione dall'economia tradizionale, incentrata sulla pura crescita economica e accumulo di ricchezza, all'economia verde, che si basa su uno sviluppo responsabile.

La componente ambiente include rischi associati in primo luogo ai cambiamenti climatici: uno dei principali imputati al cambiamento climatico sono gli effetti dei gas serra. Questo approccio viene utilizzato per la valutazione degli effetti di questi gas. Il secondo aspetto negativo valutato è l'inquinamento dell'aria dato dall'emissioni di CO₂ (anidride carbonica) dell'industrializzazione. Infatti, all'aumentare della produzione industriale, aumenta anche questa emissione.

L'obiettivo a cui stanno lavorando i governi è lavorare sulla riduzione e l'eliminazione di queste emissioni. Il terzo aspetto è l'inquinamento e il consumo dell'acqua: l'acqua è un elemento necessario per la sopravvivenza sulla terra e l'accesso all'acqua è considerato un diritto umano. Tuttavia, l'acqua dolce è una risorsa scarsa, costituisce solo il 3% dell'acqua della Terra ed è distribuita in modo disuguale. Inoltre, nell'ultimi anni vi è una crescente domanda di acqua da parte di aziende industriali ed agricoltura. Il 20% di tutte le acque superficiali è minacciato dall'inquinamento. L'obiettivo è quindi di implementare pratiche e politiche per ridurre il consumo di acqua e l'inquinamento della stessa. Il quarto aspetto analizzato riguarda la biodiversità, concetto utilizzato per descrivere la diversità delle specie viventi sulla terra. Il business di molte aziende è infatti influenzato dalla biodiversità e dai servizi eco sistemici. L'impatto della biodiversità prevede una successione di rischi diretti e indiretti quali rischi, di mercato, di prezzo, legali, fisici. Il settore alimentare e agricolo, il settore immobiliare e delle infrastrutture, le industrie estrattive, l'industria della carta e del legno, il settore turistico sono tra i più vulnerabili a tali rischi.

Il secondo criterio dell'acronimo ESG è dato dall'aggettivo "*social*", che è associato alla bottom line tramite il sostantivo "persone", si occupa principalmente di diritti umani e delle decisioni e iniziative aziendali che hanno un impatto sociale sui dipendenti sul posto di lavoro. Figurano quindi a tal riguardo elementi come, il

rispetto dei diritti umani, l'attenzione alle condizioni di lavoro, la parità di genere ed infine il rifiuto di tutte le forme di discriminazione. Per quanto riguarda i diritti umani *“tutti gli esseri umani nascono liberi ed eguali in dignità e diritti [...]”*⁹. A seguito di questo articolo della dichiarazione universale dei diritti umani, ogni governo deve proteggere il proprio paese dagli abusi, e le aziende devono trattare tutti i dipendenti in modo uguale, per ridurre le disparità sul posto di lavoro e garantire azioni trasparenti, oneste ed egualitarie. È necessario che tutti i membri, come i manager, dirigenti, lavoratori e fornitori abbiano pari opportunità nell'azienda. A questi fattori si aggiunge poi la possibilità delle aziende di contribuire ad aumentare il benessere degli abitanti del territorio in cui l'impresa si trova, attraverso varie progetti e iniziative. I criteri social sono sicuramente quelli più facilmente riscontrabili anche da parte di soggetti esterni all'organizzazione e il loro rispetto facilita lo sviluppo di un'immagine positiva dell'azienda.

L'ultimo criterio dei fattori ESG è quello che comprende le responsabilità di “Governance” delle aziende. Questa riguarda il rispetto della meritocrazia, politiche di diversità nella composizione del consiglio di amministrazione, il contrasto ad ogni forma di corruzione, l'etica retributiva. I rischi nell'universo della governance sono in primo luogo la remunerazione, una questione chiave per le aziende,

⁹ Articolo 1, Dichiarazione universale dei diritti umani, 1948.

azionisti e stakeholder, è importante poiché una politica retributiva ben definita avrà effetti positivi chiaramente in termini di performance e comportamento della strategia aziendale, della continuità e della creazione di valore stabile a lungo termine. In secondo luogo la corruzione, un fattore determinante in un'azienda., essa riguarda il luogo in cui vengono effettuate le operazioni e il settore in cui l'azienda opera. La cosa più importante che un'azienda deve implementare è la trasparenza delle attività svolte, delle relazioni, delle informazioni divulgate. È anche importante prevenire la corruzione con un chiaro impegno da parte dell'alta direzione e una collaborazione con gli stakeholder esterni. Infine l'Indipendenza del consiglio di amministrazione dai dipendenti della società nel giudizio sugli affari dell'azienda. I risultati positivi della governance comprendono l'allineamento degli interessi degli azionisti e dei dirigenti, evitando così possibili sorprese finanziarie. La *"Governance"* inoltre è particolarmente importante perché è su questa che gli osservatori esterni valutano l'identità aziendale. La *"Governance"* permette di definire se le azioni e le iniziative di tipo sostenibile adottate dall'azienda si accompagnano anche a forme organizzative nei luoghi di lavoro ugualmente vicina ai principi dell'ESG (Environmental, Social, Governance).

1.2 Quadro normativo recente

1.2.1 Piano d'azione per la finanza sostenibile

Con l'attuazione dell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, i governi di tutto il mondo hanno intrapreso politiche per la transizione di un'economia più sostenibile e circolare. In ambito europeo, la sostenibilità si colloca al centro del progetto dell'UE con una particolare attenzione agli aspetti sociale ed ambientale.

La finanza, dunque, assume un ruolo fondamentale nella transizione sostenibile dell'economia, fungendo da bussola per l'orientamento dei flussi di capitale pubblico e privato. Nel 2016, la Commissione europea ha istituito un gruppo di esperti sulla finanza sostenibile denominato "High-Level Expert Group on sustainable finance" (HLEG) e composto da 20 esperti di alto livello con l'incarico di fornire consulenza su come orientare il flusso di capitale verso investimenti sostenibili, individuare le misure da adottare per proteggere la stabilità del sistema finanziario dai rischi connessi all'ambiente e spiegare queste politiche su scala paneuropea. Sulla base delle raccomandazioni dell'HLEG, la Commissione europea, nel marzo 2018, ha implementato il così detto "*Action plan on financing*

*sustainable growth*¹⁰ che stabilisce una strategia globale per mettere in relazione ulteriormente i finanziamenti alla sostenibilità. È costituito da dieci azioni chiave suddivisibili in tre categorie, la prima favorire gli investimenti sostenibili per una crescita sostenibile e inclusiva, la seconda mitigare i rischi finanziari derivanti delle questioni ambientali e sociali ed infine l'ultima categoria riguarda la trasparenza e l'osservazione di lungo termine nelle attività economico-finanziarie;

Di seguito sono illustrati i dieci punti chiave, affrontati nell'Action Plan dalla Commissione Europea. Il primo punto è quello di "Istituire un sistema unico di classificazione delle attività sostenibili", definita dalla Commissione come la più improrogabile, consiste nella creazione di un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili la così detta Tassonomia UE. Infatti, il collocamento dei capitali verso progetti più sostenibili necessita di una definizione condivisa del termine "sostenibilità". Una tassonomia consente di determinare i criteri armonizzati in base ai quali un investimento o un prodotto finanziario può essere considerato sostenibile, in modo da permettere agli investitori di confrontare e identificare facilmente i prodotti che soddisfano specifici criteri di sostenibilità richiesti. L'obiettivo della classificazione è anche quello di contrastare il frequente

¹⁰ Communication from the commission, "Action plan: financing sustainable growth", 08/03/2018
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

fenomeno di *greenwashing*, che si manifesta nel momento in cui vengono offerti prodotti come sostenibili dal punto di vista ambientale, senza un reale controllo sull'effettivo contributo alla sostenibilità, allo scopo di attrarre il mercato. A causa della complessità e della natura altamente tecnica di tale proposta, la Commissione ha deciso di procedere in modo graduale, partendo dall'elaborazione di una tassonomia che copra solo l'aspetto ambientale, rimandando l'aspetto sociale ad una seconda fase. A tal proposito, la Commissione si propone di istituire un Gruppo Tecnico di Esperti sulla finanza sostenibile (TEG), il quale dovrà pubblicare una prima relazione sulla tassonomia delle attività sostenibili dal punto di vista ambientale.

La seconda Azione consiste nel “creare standard e marchi per i prodotti finanziari sostenibili” dell'UE (cd. *ecolabel*), basati sulla tassonomia UE, con l'obiettivo di accrescere la chiarezza in materia di prodotti sostenibili e di facilitare gli investitori nell'individuazione degli investimenti più coerenti con le loro preferenze, ma anche di promuovere la fiducia nel mercato finanziario ed evitare episodi di *greenwashing*. Per esempio, l'etichetta “verde” per le obbligazioni (*green bond*), indica che tali prodotti consentono di finanziare attività o progetti sostenibili dal punto di vista ambientale. Come per la tassonomia, la Commissione si propone di incaricare il TEG di redigere una relazione sulle obbligazioni verdi.

Il terzo punto consiste nel “promuovere investimenti in progetti sostenibili” quindi indirizzare il capitale verso progetti sostenibili è il primo passo fondamentale per

permettere la transizione verso un modello economico più sostenibile. In particolare, la Commissione, prendendo atto dell'impatto negativo che le infrastrutture hanno sull'ambiente a causa delle emissioni di gas inquinanti, intende favorire soprattutto gli investimenti in infrastrutture sostenibili.

Secondo la Commissione Europea le imprese di investimento e i distributori di prodotti assicurativi, tramite l'offerta di strumenti finanziari e la consulenza finanziaria, possono svolgere un ruolo centrale nella transizione verso un sistema finanziario più sostenibile. Le Direttive MiFID II e IDD già richiedono alle imprese di investimento e ai distributori di assicurazioni, quando offrono servizi di consulenza, di effettuare una valutazione di adeguatezza dei prodotti, affinché essi risultino adatti al profilo e alle esigenze del cliente. A tal proposito, la quarta Azione del Piano prevede che le preferenze di sostenibilità degli investitori siano integrate nell'attività di consulenza.

Con la quinta Azione del Piano "elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità" la Commissione ha l'obiettivo di accrescere la trasparenza delle metodologie di costruzione degli indici per renderli più affidabili ed evitare fenomeni di *greenwashing*. In particolare, per gli indici a basso contenuto di carbonio si intende stabilire una metodologia di costruzione che rifletta la compatibilità con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

La sesta Azione prevede di migliorare le metodologie di integrazione dei criteri ESG nell'attività delle agenzie di *rating*. Esse, infatti, formulando valutazioni che

tengano conto anche delle prestazioni ambientali, sociali e di *governance* delle società, possono contribuire significativamente a migliorare i flussi informativi tra investitori ed emittenti e a reindirizzare i capitali verso progetti sostenibili.

Diversi strumenti legislativi dell'UE, come le direttive UCITS 2009/65/CE, Solvency II 2009/138/CE, AIFMD 2011/61/UE, MiFID II 2014/65/UE, IDD 2016/97/UE e IORP II 2016/2341, già imponevano agli investitori istituzionali e agli *asset manager* di agire nell'interesse superiore dell'investitore finale/cliente (cd. "obbligo fiduciario"), ma non chiarivano i doveri in materia di integrazione dei fattori di sostenibilità. Le raccomandazioni del Gruppo di esperti ad alto livello dell'UE sulla finanza sostenibile (HLEG), pubblicate nel luglio 2017, avevano già portato la Commissione ad affrontare il tema dei doveri degli investitori istituzionali e dei gestori patrimoniali. Con la settima Azione dell'Action Plan la Commissione esplicita l'intenzione di chiarire, con misure legislative, gli obblighi in capo a tali soggetti in materia di sostenibilità. In particolare, l'obiettivo è di integrare i fattori ESG e i relativi rischi nel loro processo decisionale di investimento e di aumentare la trasparenza nei confronti dei clienti sulla metodologia utilizzata per integrare tali considerazioni. Questa azione è connessa alla quarta, che tratta l'integrazione dei fattori ESG nel servizio di consulenza finanziaria.

L'ottava Azione riguarda la revisione dei requisiti patrimoniali delle banche e delle compagnie di assicurazione UE, per riflettere meglio la (minore) rischiosità delle

attività sostenibili detenute. Il presupposto di tale intervento di modifica è la presa di coscienza, da parte delle istituzioni UE, del fatto che le attività sostenibili sono intrinsecamente meno rischiose. In particolare, il Piano d'Azione intende proporre l'inclusione dei rischi ambientali nelle politiche di gestione del rischio degli istituti finanziari, da realizzarsi anche con alcune modifiche alla CRR e CRD (Capital Requirement Regulation and Directive). Non sono previsti, invece, né interventi di tipo “*green supporting*” (come, per esempio, la riduzione dei requisiti patrimoniali per alcune attività sostenibili), né interventi “*brown penalising*” (come, per esempio, un'imposta sugli investimenti insostenibili).

In linea con il terzo macro-obiettivo dell'Action Plan “promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine delle attività economiche” la Commissione si propone con la nona Azione del piano di rafforzare la *disclosure* aziendale in materia di sostenibilità e migliorare la regolamentazione contabile. L'idea alla base di queste iniziative è che una migliore divulgazione di informazioni circa la sostenibilità dell'azienda consente agli investitori e, in generale, agli *stakeholder*, di valutare meglio l'esposizione al rischio di sostenibilità e dunque il valore di lungo termine dell'azienda stessa. La Direttiva 2014/95/UE relativa alla comunicazione delle *non-financial information* (NFI) già prevedeva l'obbligo, da parte di imprese di grandi dimensioni e di interesse pubblico, di redigere e pubblicare ogni anno una dichiarazione di carattere non finanziario (cd. DNF), contenente informazioni rilevanti sui principali aspetti ambientali, sociali e di governance e sulla gestione

dei rischi ad essi relativi. Nell'Action Plan, tuttavia, la Commissione si propone di verificare l'idoneità della legislazione UE in materia di *disclosure*, al fine di raggiungere una maggiore standardizzazione delle informazioni non finanziarie rilevanti e di fornire ulteriori orientamenti alle imprese sulla comunicazione delle informazioni connesse all'ambiente.

Per quanto riguarda il miglioramento della regolazione contabile, è interessante rilevare che il Parlamento Europeo ha sollevato timori circa l'impatto negativo che il nuovo principio "International Financial Reporting Standard" (IFRS 9) potrebbe avere sugli investimenti a lungo termine sostenibili. La Commissione, pertanto, riconoscendo l'importanza di fare in modo che i principi contabili IFRS non rallentino la diffusione degli investimenti ESG a lungo termine, propone di considerare la possibilità di renderne più flessibile l'adozione.

La decima ed ultima Azione è volta a promuovere politiche di *governance* aziendali sostenibili e una visione più a lungo termine nel mercato finanziario, che sia allineata al paradigma di investimento ESG. In merito alle politiche di *governance*, la Commissione si propone di valutare l'eventuale necessità di imporre ai Cda delle aziende di elaborare una specifica strategia di sostenibilità, con obiettivi misurabili, ed un'adeguata *due diligence* per gli approvvigionamenti. Infatti, uno dei problemi che ostacolano lo sviluppo della finanza sostenibile è l'orientamento al breve termine del mercato: quando i *manager* sono eccessivamente concentrati al

raggiungimento di obiettivi economici e finanziari a breve termine trascurano tutti i rischi e le opportunità legati alla sostenibilità.

Per riassumere, il Piano d’Azione, stabilendo degli obiettivi di riferimento per le politiche di sostenibilità, si pone come una “guida” per gli Stati membri per una gestione più sostenibile sotto il profilo economico, sociale e ambientale del sistema finanziario. Infatti, per la completa realizzazione degli obiettivi di sostenibilità è necessario uno sforzo collettivo a livello comunitario. A tale scopo, la Commissione sprona gli Stati membri, le Autorità Europee di Vigilanza del SEVIF e il settore privato ad intervenire in maniera decisa per attuare la transizione verso un’economia e una finanza sostenibili.

1.2.2 Il TEG

Al fine di dare attuazione ad alcune azioni previste dal Piano, la Commissione Europea ha istituito, nel luglio 2018, un gruppo multi-stakeholder di esperti tecnici sulla finanza sostenibile (Technical Expert Group-TEG) incaricati di fornire consulenza su specifiche tematiche, ponendosi i seguenti obiettivi: definire una tassonomia europea per poter definire la sostenibilità di un’attività economica, con priorità ai temi ambientali; creare una certificazione europea in materia di obbligazioni verdi (Green Bond Standard); individuare criteri comuni per la costruzione di indici di riferimento per gli investimenti a basse emissioni di

carbonio; elaborare delle linee guida per disciplinare la rendicontazione delle informazioni ad impatto ambientale da parte di imprese di grande dimensione e di interesse pubblico.

1.2.3 Regolamento EU 2020/852 “ Tassonomia ”

Nel perseguire l’obiettivo di riorientare i flussi di capitali verso investimenti ecosostenibili, per una crescita sostenibile ed inclusiva, risulta necessario istituire un sistema di classificazione unificato in merito alle attività ritenute tali. L’assenza di criteri uniformi aumenterebbe i costi di transazione e allontanerebbe gli operatori economici dall’accesso ai mercati dei capitali ai fini di investimenti sostenibili, sia all’interno dei confini nazionali sia oltrefrontiera.

In tal senso il 22 giugno 2020 è stato pubblicato in Gazzetta ufficiale il Regolamento (UE) 2020/852¹¹, denominato “EU Taxonomy”, che stabilisce i criteri per determinare se un’attività economica è da considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento, e specifica sei obiettivi ambientali e climatici a cui i prodotti finanziari devono fare riferimento.

Inoltre, gli obblighi di informativa di tale regolamento integrano le norme in materia di divulgazione relative alla sostenibilità, stabilite nel regolamento (UE)

¹¹ Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio, 18/06/2020
eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32020R0852#d1e1342-13-1

2019/2088, al fine di migliorare la trasparenza e fornire un confronto oggettivo sulla quota di investimenti che finanziano attività economiche ecosostenibili. Ai sensi del regolamento sulla Tassonomia, affinché possa essere considerata ecosostenibile, un'attività deve apportare un contributo sostanziale a uno o più obiettivi ambientali stabiliti, purché non ne comprometta nessuno a lungo termine tenuto conto del ciclo di vita economica. Inoltre, deve essere svolta nel rispetto di garanzie sociali minime (delineate dall'OCSE e dai documenti delle Nazioni Unite). In aggiunta, il regolamento ha istituito la creazione della Piattaforma per la finanza sostenibile, un gruppo permanente di esperti del settore pubblico e privato atto a sviluppare politiche e strumenti tecnici di screening per la finanza sostenibile.

1.2.4 Regolamento EU 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR)

L'incremento della domanda di investimenti ESG ha richiesto l'adozione di criteri uniformi, per garantire trasparenza circa l'informativa destinata agli investitori finali sulla promozione delle caratteristiche ambientali e/o sociali, nel processo decisionale e nelle attività di consulenza. Un primo tentativo legislativo europeo è rappresentato dal Regolamento (UE) 2019/2088¹², denominato “Sustainable

¹² Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio, 27/11/2019, “informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari”
eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R2088&from=it

Finance Disclosure Regulation” (SFDR), pubblicato in Gazzetta ufficiale il 9 dicembre 2019 ed in vigore dal 10 marzo 2021. L’UE punta ad armonizzare le disposizioni, per i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari, sulla trasparenza di comunicazione dell’integrazione dei rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi per società e ambiente, nei processi di governance e nella comunicazione delle informazioni legate alla sostenibilità, attinenti ai prodotti finanziari. Tra gli obblighi più importanti vi è quello di illustrare, sui siti internet e nella documentazione precontrattuale e periodica, come le politiche ESG siano integrate nel processo d’investimento o, in caso contrario, offrire una chiara motivazione secondo il principio del “comply or explain”. In supporto a tale regolamento, il Comitato misto delle tre autorità europee di vigilanza (EBA, EIOPA e ESMA – ESAs) ha divulgato i c.d. “Regulatory Technical Standards” (RTS), ossia norme tecniche di regolamentazione che definiscono il contenuto, le metodologie e la presentazione delle informazioni sulla sostenibilità. L’obiettivo è rafforzare la protezione degli investitori finali con la riduzione delle asimmetrie informative nelle relazioni principale-agente relative alle tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG) e sulle caratteristiche di sostenibilità di un’ampia gamma di prodotti finanziari.

Capitolo 2 – Principi di comunicazione degli ESG

2.1 Politiche di due diligence

Il tema della comunicazione rappresenta per molte aziende un aspetto fondamentale per lo sviluppo di progetti ESG e per investire risorse in un cambiamento destinato a modificare profondamente il profilo comportamentale delle aziende in merito alla sostenibilità. Uno degli aspetti fondamentali di questo cambiamento è certamente legato alle opportunità per le aziende di guadagnare un posizionamento autorevole e una reputazione in termini di attenzione all'ambiente, di buone pratiche a livello di governance e di iniziative rivolte al sociale. Valori importanti che sono sempre più apprezzati e che sono sempre più determinanti anche in termini di impatto sui processi decisionali che stanno alla base delle scelte quotidiane dei consumatori.

Lo scorso 23 febbraio l'Unione europea ha approvato una direttiva¹³ sull'obbligo di diligenza in materia di sostenibilità delle imprese e che modifica la direttiva (UE) 2029/1937. La proposta risponde ad una crescente richiesta da parte di organizzazioni della società civile, del settore privato, degli Stati membri e delle

¹³DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937
https://ec.europa.eu/info/publications/proposal-directive-corporate-sustainable-due-diligence-and-annex_it

Istituzioni dell'EU di regolamentare gli impatti negativi sociali e ambientali all'interno delle catene di valore globali. Dopo una valutazione d'impatto iniziale, l'Unione Europea ha condotto una consultazione pubblica su governance e sostenibilità delle imprese e la maggioranza delle risposte hanno dichiarato un evidente sostegno all'adozione di uno strumento legale che prescrivesse obblighi inerenti le politiche di due diligence ESG. Queste nuove regole europee mirano a rendere più responsabili le aziende rispetto ai danni ambientali e alle violazioni dei diritti umani dei propri partner commerciali sia quando essi operano all'estero che all'interno dello spazio UE. Questa iniziativa è in linea con il Green Deal europeo e con l'impegno a rispettare gli obiettivi delle Nazioni Unite per lo Sviluppo Sostenibile, in modo da incentivare attività d'impresa resilienti legate alla sostenibilità e ai principi ESG.

La direttiva dell'Unione Europea si applica alle operazioni delle aziende stesse per permettere il rispetto dell'obbligo di due diligence ESG, le imprese dovranno in primo luogo integrare la due diligence ESG nelle proprie politiche aziendali, in secondo luogo individuare gli effetti negativi reali o potenziali sui diritti umani e sull'ambiente, in terzo luogo porre fine o ridurre al minimo gli effetti reali, in quarto luogo istituire e mantenere una procedura di denuncia, in quinto luogo monitorare l'efficacia delle politiche e delle misure di due diligence ESG infine rendere pubbliche le loro politiche di due diligence ESG.

Le autorità amministrative nazionali designate dagli Stati membri UE saranno responsabili del controllo di queste nuove norme e potranno imporre sanzioni in caso di inosservanza, mentre le parti lese avranno la possibilità di intraprendere azioni legali per il risarcimento dei danni che avrebbero potuto essere evitati con le adeguate misure di due diligence. Le autorità nazionali di vigilanza, incaricate di verificare il rispetto degli obblighi di due diligence, dovranno avere adeguati poteri e risorse, che includano le seguenti attività: compiere indagini e richiedere informazioni; ordinare la cessazione di violazioni; imporre misure ad interim per evitare danni irreparabili; imporre azioni rimediali ed infine imporre sanzioni pecuniarie commisurate al fatturato delle imprese. Le indagini possono essere avviate dalle autorità di vigilanza su iniziativa propria, oppure in seguito a reclami concreti sollevati da persone fisiche e giuridiche, nel momento in cui si capisce che un'impresa non stia rispettando gli obblighi di due diligence.

La direttiva UE sulla sostenibilità con riferimento alla due diligence ESG è destinata a diverse tipologie di imprese: società a responsabilità limitata dell'UE con più di 500 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale che supera i 150 milioni di euro, queste imprese dovranno, inoltre, disporre di un piano per garantire che la loro strategia commerciale sia compatibile con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5° C, in linea con gli Accordi di Parigi; imprese a responsabilità limitata che operano in specifici settori a impatto elevato e hanno più

di 250 dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale pari o superiore a 40 milioni di euro, per queste società le norme inizieranno ad esse applicate due anni dopo rispetto al primo gruppo di aziende; imprese di paesi terzi attive nell'Unione Europea con una soglia di fatturato generato in UE in linea con i due gruppi precedenti. Sono escluse dall'obbligo di diligenza ESG, in quanto troppo oneroso, le piccole e medie imprese (PMI) tra cui le microimprese, ma potranno comunque beneficiare di alcune misure di supporto per mitigare gli effetti indiretti sulle loro attività. Le PMI rappresentano in Europa il 99% del totale delle imprese: di fatto, dunque, l'obbligo di "responsabilità" si applica ad una piccola fetta della totalità degli attori commerciali in Europa.

2.2 Obbligo alla Disclosure

A partire dall'Accordo di Parigi, l'UE ha posto al centro della propria strategia i temi ESG, varando una serie di provvedimenti volti a favorire la transizione verso un'economia più sostenibile, anche attraverso il contributo del sistema finanziario. A tal proposito, nel 2018, l'UE ha adottato il "Piano d'Azione per il finanziamento di una crescita sostenibile" con l'obiettivo di orientare i capitali privati verso investimenti sostenibili, integrare la sostenibilità nella gestione dei rischi ed infine promuovere la trasparenza sui temi ESG in una prospettiva di lungo periodo. Uno

dei pilastri del Piano d'Azione è il Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019, che ha imposto agli investitori istituzionali e ai consulenti finanziari di divulgare il loro approccio all'integrazione dei criteri ESG, secondo schemi prestabiliti, e di migliorare il livello di informazioni sui prodotti finanziari. I prodotti finanziari che rientrano nel Regolamento includono: gestione di portafogli individuali; fondi di investimento, prodotti assicurativi con elementi di investimento (assicurazioni sulla vita), pensioni private e professionali; consulenza in materia di investimento e assicurativa. Il regolamento entrato in vigore il 10 Marzo 2021 è applicato a tutti i destinatari dei paesi membri, gli obblighi di disclosure ESG riguardano sia gli investitori istituzionali e i consulenti finanziari che i singoli prodotti finanziati, in ragione della tipologia e del livello di aderenza alla Tassonomia. Per quanto concerne gli obblighi di ESG disclosure per gli investitori istituzionali e consulenti finanziari essi devono in primo luogo pubblicare le informazioni circa le politiche di integrazione dei rischi ESG nei processi decisionali dell'operatore e nei servizi di consulenza finanziaria; in secondo luogo dichiarare le procedure di verifica (due diligence) impiegate per accertare gli effetti negativi per la sostenibilità provocati dalle decisioni di investimento; in terzo luogo descrivere di come i rischi ESG sono integrati nelle decisioni di investimento/consulenze e risultati della valutazione dei probabili impatti dei rischi ESG sul rendimento dei prodotti; ed infine devono informare sull'integrazione dei rischi ESG nelle politiche di remunerazione. Ci sono obblighi

di ESG disclosure anche per quanto riguarda i prodotti finanziari, essi infatti devono: descrivere le modalità di integrazione dei rischi ESG e degli eventuali impatti sul rendimento finanziario; indicare le modalità con cui i prodotti prendono in considerazione i principali effetti negativi sulla sostenibilità; illustrare le caratteristiche e obiettivi ESG dei prodotti; Disclosure sulle performance degli indicatori di sostenibilità eventualmente previsti in relazione alla tipologia di prodotto; verificare l'allineamento con la Tassonomia (Reg. EU 2020/852); ed infine fornire l'informativa precontrattuale ed eventuali relazioni periodiche.

Questa nuova normativa ha portato gli operatori per essere conformi ad adottare metodologie appropriate per integrare l'analisi dei parametri ESG nei processi di business (investimento, creazione prodotti, distribuzione e consulenza) e di gestione dei rischi, comunicandole alla clientela e al mercato, secondo regole standardizzate, fornendo indicazioni circa le performance ESG e gli obiettivi raggiunti. L'applicazione di queste nuove regole di disclosure ESG presuppone pertanto un'accurata riflessione sulle strategie di business e un adeguamento complessivo dell'organizzazione interna (risk management, data governance) e in particolare, dei processi di Product Governance e di trasparenza informativa.

L'applicazione dei regolamenti UE e l'avanzamento nell'attuazione del Piano per la finanza sostenibile sta avendo un impatto significativo su tutti gli operatori del

mercato finanziario che non è dunque limitato alla sola “disclosure regolamentare” e alla comunicazione verso il mercato. Il nuovo framework regolamentare ha comportato infatti una vera e propria rivoluzione delle regole di funzionamento del mercato finanziario, imponendo a ciascuno operatore di analizzare il proprio posizionamento ESG, sulla base delle caratteristiche dei prodotti e servizi offerti, e di attuare una strategia volta ad integrare i fattori ESG nei processi di business e di controllo che dovrà includere, tra gli altri, i seguenti ambiti principali.

La revisione delle strategie e delle politiche di investimento al fine di integrare i fattori ESG e di considerare gli effetti negativi sulla sostenibilità degli stessi, anche attraverso la revisione dei contratti di asset management e l’inclusione di appositi KPI (Key Performance Indicators); lo svolgimento di analisi circa l’opportunità di integrare il proprio catalogo con prodotti “ESG compliant” al fine di soddisfare le preferenze del mercato, degli investitori e della propria clientela; la revisione delle politiche adottate per la distribuzione dei prodotti, anche attraverso la revisione dei contratti e l’adozione di nuove procedure di valutazione dei distributori e lo scambio di informazioni rilevanti. La revisione delle politiche di risk management al fine di integrare le mappature esistenti con i rischi ESG e di identificare opportune metodologie per la misurazione degli stessi.

L'identificazione del data set che sarà necessario per l'analisi e la valutazione dei fattori e dei rischi ESG e la definizione di regole per il trattamento e la verifica della qualità degli stessi; l'eventuale revisione degli accordi e delle partnership per la fornitura e lo scambio di dati ESG e l'adozione di soluzioni digitali per la raccolta e l'elaborazione di tali dati.

L'inclusione dei fattori ESG nel processo di Product Oversight & Governance, anche attraverso l'analisi delle preferenze dei clienti in relazioni ai fattori e ai rischi ESG; l'aggiornamento delle informative precontrattuali e della rendicontazione periodica alla clientela con l'inclusione delle informazioni richieste dalla normativa; l'adeguamento della comunicazione istituzionale rispetto alla strategia adottata, ai prodotti offerti e alla clientela di riferimento.

La gestione dei molteplici cambiamenti in materia di ESG disclosures dovrà auspicabilmente andare di pari passo con il rafforzamento della governance e della cultura aziendale rispetto ai temi ESG, da conseguire coinvolgendo il senior management e tutto il personale, attuando programmi di formazione su queste tematiche e allineando i sistemi di remunerazione ed incentivazione. In considerazione della portata dei cambiamenti in atto, appare indispensabile che gli operatori del mercato finanziario si attivino da subito per analizzare e comprendere gli impatti dei nuovi requisiti regolamentari, anche in assenza di alcuni requisiti di dettaglio e di prassi consolidate.

La determinazione messa in campo dall'Europa nel portare avanti il proprio Piano ha infatti pochi precedenti e rende evidente la volontà delle Autorità di fare della sostenibilità il centro della strategia per il rilancio dell'UE, come confermato anche dagli strumenti messi in campo per fronteggiare l'emergenza sanitaria e sociale causata dal Covid-19, che subordinano l'erogazione di una parte dei fondi al perseguimento di obiettivi di sostenibilità e inclusione con il cosiddetto Next Generation EU è lo strumento di ripresa temporaneo da 750 miliardi di euro che consentirà alla Commissione europea di ottenere fondi sul mercato dei capitali. Tale strumento contribuirà a riparare i danni economici e sociali immediati causati dalla pandemia di coronavirus, per creare un'Europa post COVID-19 più verde, digitale, resiliente e adeguata alle sfide presenti e future.

2.3 Limitare il Greenwashing

Il concetto di greenwashing è relativamente nuovo in ambito accademico. Il termine greenwashing è un neologismo, che si compone di *green* inteso in senso attenzione all'ambiente e di *whitewashing* riferito alla pratica della trasformazione e dell'occultazione, in senso figurato nascondere qualcosa. Si riferisce alla pratica aziendale di tingersi di verde e può essere tradotto con "ecologismo di facciata"

dichiarando una sensibilità per l'ambiente al solo scopo di attirare l'attenzione dei consumatori attenti alla sostenibilità.

Gran parte degli studiosi è d'accordo nel definirlo come una informazione deliberatamente fuorviante, rilasciata dalle imprese per attrarre a sé gli stakeholder, l'informazione data mira a sovrastimare le prestazioni ambientali, il risultato è una comunicazione ingannevole di caratteristiche sostenibili che, di fatto, sono scarse o addirittura inesistenti. Le aziende perseguono tale obiettivo utilizzando slogan e pubblicità appositamente studiati, e mostrandosi vincitrici di certificazioni false o, di fatto, non riconosciute da alcun Ente. A seguito delle sollecitazioni esercitate dagli stakeholder, le imprese possono, infatti, utilizzare azioni interne e azioni esterne, che non sempre vengono realizzate dalle aziende nello stesso modo. Qualora, infatti, siano presenti delle differenze tra le due (reporting meno performance ambientale), si individua una differenza, definita "gap", la discrepanza prodotta in questo caso è positiva, in quanto, le imprese vanno a diffondere prestazioni ambientali superiori alle informazioni date nel reporting CSR (Corporate Social Responsibility) di inizio anno. L'obiettivo principale di questo metodo è quello di far risaltare maggiormente un'immagine aziendale, più diretta verso la tutela ambientale, se la differenza è ampia, allora si può alludere alla pratica di greenwashing, mentre nel caso in cui questa sia minima, quindi molto vicina allo zero, l'impresa non può essere considerata tale, in quanto dimostra coerenza

rispetto a ciò che dice. È da anni, quindi, che le aziende provano di tingersi di verde per accentrare un'opinione pubblica sempre più pretenziosa, cercando quindi di incrementare le vendite e, di conseguenza, gli incassi. Il vero lato oscuro di tale orientamento non si basa solo nell'inganno rivolto al pubblico, ma anche nel distogliere spazio, attenzione e occasioni ad iniziative reali e concrete che potrebbero portare ad effettivi benefici.

Le situazioni¹⁴ che possiamo considerare casi di greenwashing sono numerose e diverse tra loro: in primo luogo possiamo imbatterci in informazioni vaghe o del tutto assenti, la pubblicità deve essere supportata da informazioni e dati veritieri e completi che, spesso come abbiamo già accennato non è così. Si tratta di una situazione di fronte alla quale dobbiamo rilevare un campanello di allarme, poiché un'informazione corretta ed esistente dovrebbe poter essere comunicata senza alcuna tipologia di timore o problema; in secondo luogo possono essere messe in evidenza una caratteristica poco o per niente rilevante: spesso le aziende tendono ad enfatizzare una singola caratteristica di un prodotto o di un servizio offerto, ritenendo che questa possa essere sufficiente a rendere l'offerta sostenibile. Può capitare, però, che le aziende nascondano, allo stesso tempo, ulteriori informazioni,

¹⁴ CRIVELLARO M., VECCHIATO G., SCALCO F., Sostenibilità e rischio greenwashing: guida all'integrazione degli strumenti di comunicazione ambientale, Webster, Padova, 2012, 221 pp.

fondamentali per determinare l'impronta ecologica del prodotto o servizio; in terzo luogo le aziende talvolta comunicano di essere impegnate da un punto di vista ambientale anche per una sola iniziativa, spesso singola, circoscritta, limitata e temporanea, questa tipologia di evento non è sinonimo di sostenibilità; in quarto luogo vengono utilizzati marchi e certificazioni false: affinché la certificazione o il marchio siano veritieri e riconosciuti è necessario l'intervento di una terza parte indipendente, in sua assenza non vi è nulla di certo e garantito; in quinto luogo possono esserci casi di autocelebrazione, un'azienda che si auto dichiara, spesso attraverso modalità comunicative teatrali ed enfatiche, interessata all'ambiente e impegnata in un'ottica sostenibile, non è garanzia di verità; altro punto che può causare casi di *greenwashing* è l'utilizzo di termini o immagini suggestive, infatti per mirare alla sfera emotiva del target interessato all'ambiente, le aziende utilizzano spesso immagini e termini volutamente suggestivi, che risultano ingannevoli e che non devono essere percepiti come conferma o come dati a supporto di una realtà di fatto inesistente; in ultimo luogo abbiamo l'abuso di tecnicismi, un linguaggio esageratamente complesso diventa spesso difficile da comprendere e il pubblico lo accosta automaticamente ad un'informazione affidabile. Il risultato è la mancata comprensione da parte dell'individuo delle informazioni date e l'impossibilità di verifica.

Uno degli strumenti principali attraverso il quale comunicare la responsabilità sociale e ambientale della propria impresa è la certificazione¹⁵. Quest'ultima è precisamente una procedura mediante cui una terza parte indipendente assicura, attraverso uno scritto, che un prodotto, un servizio o un processo è conforme e di conseguenza applica e rispetta i diversi requisiti che, a loro volta, sono specificati in norme, armonizzate o standard. Ci sono diversi enti che gestiscono le norme, in primo luogo abbiamo l'UNI che è l'Ente nazionale italiano di unificazione, il cui obiettivo è l'elaborazione e pubblicazione di norme tecniche relativi al settore industriale, commerciale e terziario; in secondo luogo l'EN, tale sigla si riferisce e caratterizza le norme elaborate dall'Organismo di Normazione Europea (CEN); e per ultimo l'ISO le cui norme appartenenti a tale categoria possono essere applicate in tutti il mondo e sono elaborate dall'Organizzazione Internazionale della Standardizzazione.

Il 6 aprile 2022, la Commissione Europea ha definito in una bozza di regolamento delegato le norme tecniche di regolamentazione ("RTS") che gli operatori dei mercati finanziari devono utilizzare quando divulgano informazioni relative alla sostenibilità ai sensi del Regolamento Disclosure o "SFDR" n. 2019/2088 e del

¹⁵ Le informazioni riguardanti le certificazioni sono state ricavate dal manuale I paragrafo si basa su CRIVELLARO M., VECCHIATO G., SCALCO F., Sostenibilità e rischio greenwashing: guida all'integrazione degli strumenti di comunicazione ambientale, Webster, Padova, 2012, 221 pp

Regolamento Tassonomia n. 2020/852. Gli RTS ¹⁶sono di fondamentale importanza in quanto forniscono agli operatori dei mercati finanziari (dalle banche, ai fondi, alle società di investimento fino alle assicurazioni e ai consulenti finanziari) modelli e format, indicatori, metriche e metodologie per rendere l'informativa ESG nella documentazione precontrattuale e periodica dei prodotti finanziari, che promuovono o che perseguono obiettivi di sostenibilità nonché in relazione alle politiche degli operatori che valutano (o che non valutano) gli impatti negativi che le attività di investimento producono sui fattori ESG. Ne consegue che tali standard aiuteranno a valutare le performance di sostenibilità dei prodotti finanziari, contribuiranno a rafforzare la protezione degli investitori e a ridurre il greenwashing.

¹⁶ Finanza sostenibile, gli standard UE contro il greenwashing, Milena Prisco
<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=38639717#/showdoc/38639717/greenwashing?ref=pullsearch>

Capitolo 3 – Misurare le performance ESG

3.1 Standard di riferimento

In mancanza di un unico standard globale che tenga conto delle informazioni non finanziarie necessarie a misurare le performance di sostenibilità delle aziende e di riflesso degli investimenti, ci sono diversi approcci che soddisfano esigenze diverse. Tuttavia, le fondamenta dello sviluppo delle varie metodiche di rendicontazione extra-finanziaria sono largamente attribuite alla “Triple Bottom Line” di John Elkington, concetto coniato nel 1994 e noto anche come “Pianeta, Persone, Profitti” come già abbiamo accennato nel primo capitolo. Significa che un'azienda si dice sostenibile quando abbia non solo un sano fondo economico, ma anche sani fondi sociali ed ambientali. Storicamente, le aziende hanno misurato il loro valore solo attraverso i propri profitti economici, che includono elementi come vendite, proventi, tasse pagate o flussi monetari. Il cambio di paradigma si ha con l'introduzione degli altri due fattori. Il valore sociale può essere misurato da elementi come le pratiche lavorative, i diritti umani o la responsabilità di prodotto. Ancora, in base all'impatto sulla comunità come, per esempio, i contributi finanziari totali versati alle organizzazioni non profit. Per quanto riguarda invece il valore ambientale, è sostanzialmente l'impronta ambientale di un'azienda e in genere è

misurato attraverso emissioni di gas serra, così come il consumo di energia, di rifiuti, di acqua, etc.

Lo standard più diffuso è la “Global Reporting Initiative” (GRI), che offre linee guida per la rendicontazione non finanziaria. L’insieme di standard GRI è stato ideato per guidare la preparazione volontaria dei rapporti di sostenibilità; sono abitualmente applicati a specifiche informative e un’azienda può, eventualmente, preparare un rapporto di sostenibilità seguendo altri schemi, pur continuando a divulgare i principali indicatori di performance calcolati secondo gli standard GRI. Il pubblico a cui si rivolge è costituito da investitori, ma anche da altri tipi di stakeholders come consumatori, dipendenti e società civili. La missione del GRI è incrementare la rilevanza delle decisioni che non privilegiano solo gli investitori ma che creino benefici collettivi in linea con i principi dello sviluppo sostenibile. Inoltre, la Global Reporting Initiative assieme al Global Compact delle Nazioni Unite ed il World Business Council for Sustainable Development ha sviluppato la cosiddetta “SDG Compass”, ossia ulteriori linee guida, strumenti e molteplici indicatori, racchiusi in un processo di cinque fasi, che aiutano le imprese ad allineare le proprie strategie agli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs).

Un altro standard di riferimento con un focus diametralmente opposto al GRI, poiché si rivolge principalmente agli investitori è il “Sustainability Accounting Standards Board” (SASB), costituito nel 2011 da Jean Rogers e Michael Bloomberg con l’intento di facilitare la comunicazione di informazioni utili agli investitori in

ambito di sostenibilità aziendale. Nel 2018, SASB ha emesso 77 diversi standard che coprono i requisiti minimi di reporting di sostenibilità per le industrie in undici settori diversi. La materialità dei fattori considerati ha rilevanza pressoché finanziaria, considera cioè le circostanze di sostenibilità che possono avere effetti sulla performance o sulla condizione finanziaria. Per individuarle, SASB ha messo a punto una metodologia proprietaria, denominata “Materiality Map”, che rappresenta in forma matriciale i settori industriali individuati e i rispettivi problemi di sostenibilità più comuni, evidenziandone la rilevanza con una scala di grigi. Se si vuole fare un processo di miglioramento del valore di tutti gli asset allora è meglio utilizzare SASB perché sono standard pensati per cogliere e misurare le esternalità positive o negative che hanno una ricaduta diretta sul bilancio di esercizio e che possono essere identificati in modo chiaro. Se si vuole lavorare per produrre un documento orientato alla comunicazione verso l'esterno che rappresenti le esternalità positive e negative, ma senza misurare la ricaduta diretta sul bilancio di esercizio, allora può essere adatto anche GRI. L'obiettivo di GRI è infatti quello di produrre una comunicazione per gli stakeholder in grado di comprendere chiunque al di fuori della ragione sociale dell'azienda possa avere interesse nell'attività dell'azienda stessa.

3.1.1 Indicatori e parametri di misura

Per capire quanto sono importanti gli standard per la misurazione dei risultati di sostenibilità e per una loro corretta rappresentazione occorre farsi aiutare dal pragmatismo tipico della rendicontazione contabile. Negli Anni '70 il valore delle aziende presenti in uno dei principali indici di Borsa come l'S&P 500 poteva essere rappresentato al 90% dal loro patrimonio netto. Con la trasformazione in corso, a oggi, solo il 15% del valore delle aziende è a tutti gli effetti rappresentabile con i soli valori di bilancio. Il valore vero di tutte le imprese dipende sempre di più da fattori che rientrano nella sfera dell'intangibile. E si tratta di un trend costante che pone un problema a livello di valutazione delle organizzazioni e più ancora di metodiche per la misurabilità e la quantificazione, corretta e condivisa, di una massa enorme di valore immateriale in continua crescita. Volendo semplificare e portare ai minimi termini il senso dell'ESG, si può dire che è proprio questa la vera sfida che si affronta con il paradigma che fa capo all'acronimo Environmental, Social e Governance: riuscire a misurare l'impatto di tutto ciò che è immateriale e intangibile in termini di creazione di valore per le imprese. Va detto subito che i fattori ESG hanno esattamente lo scopo di rappresentare i valori immateriali in termini di impatto finanziario. L'ESG fa riferimento a indicatori misurabili che permettono di comprendere le leve "non convenzionali" che determinano questa forma di valorizzazione e che sono costituite in larghissima misura dalle variabili

di contesto. L'andamento di un'azienda è determinato da tanti fattori che non sono misurabili e controllabili con le metodiche tradizionali. Per capire se un'azienda sta facendo bene o male si devono misurare tutte le sue performance e le si deve confrontare con benchmark di mercato. Per farlo occorre fare riferimento a degli standard, perché non c'è nulla di più difficile da misurare di ciò che è intangibile. Venendo al punto, l'ESG deve essere considerata come la possibilità di valutare in modo oggettivo il risultato degli investimenti e dei risultati raggiunti in termini di obiettivi di sostenibilità. Al fine di fornire un'esaustiva panoramica dei criteri ESG, nonché degli indicatori di performance e dei dati che popolano i parametri misurati, non si farà riferimento ad uno standard specifico; bensì seguirà una rielaborazione "a cascata" degli standards precedentemente citati per fornire un approccio olistico alle tematiche e agli stakeholders che fruiscono di tali informazioni. Il primo passo è quello di segmentare in tre pillar gli ambiti di sostenibilità aziendale, ovvero determinare i criteri Environmental, Social e Governance (ESG). Per ciascun criterio è possibile individuare diversi fattori materiali, cioè tematiche aziendali che costituiscono la performance di sostenibilità di un'organizzazione.

3.2 Principali provider di rating ESG

Comprendere in che modo il mercato considera le performance in termini di sostenibilità è una fase importante per le aziende di qualsiasi dimensione. Sebbene le principali agenzie di rating non finanziario focalizzino le proprie analisi su società di grandi dimensioni, le tematiche ESG stanno assumendo sempre più rilevanza nelle decisioni di investimento e nell'ottica di finanziare progetti realmente sostenibili anche le aziende medio-piccole, coinvolte nelle varie catene del valore, devono a loro volta fare propri determinati criteri extra-finanziari. Pertanto, il rating di sostenibilità rappresenta un'ulteriore considerazione che dovrebbe rientrare nelle politiche aziendali di pari passo con il rating finanziario. Inoltre, è un'opportunità per le imprese di piccole-medie dimensioni per dare prova del loro impegno nelle tematiche ad impatto sociale anche in ottica di attirare l'interesse dei cosiddetti investitori "responsabili".

Il rating di sostenibilità (o ESG) è comunemente inteso come un giudizio sintetico che attesta la consistenza di un'emittente, di un titolo o di un fondo circa gli aspetti ambientali, sociali e di governance, affiancando il rating finanziario con l'obiettivo di aumentare la portata delle informazioni a disposizione degli investitori. In assenza di regolamentazione, diverse società tra cui le principali agenzie di rating hanno adottato metodologie secondo due accezioni. La prima segue un approccio

quantitativo, che valuta la performance dell'impresa sulla base dei dati disponibili al pubblico redatti secondo gli standard internazionali. La seconda, invece, segue un approccio qualitativo, costituito dalla raccolta di informazioni tramite questionari ESG che valutano le imprese con metodologie differenziate. Di seguito saranno descritte tre metodologie di rating ESG differenti, sia a livello corporate sia a livello di fondo, appartenenti ai provider più ragguardevoli sul mercato per emettenti coperte e per focus sugli ESG (MSCI, Morningstar, Refinitiv).

3.2.1 MSCI ESG Ratings

Gli MSCI ESG Ratings sono stati ideati per aiutare gli investitori a comprendere rischi ed opportunità in ambito ESG per integrarli nella costruzione e nella gestione dei portafogli. Questo modello di rating si basa su considerazioni di medio-lungo periodo circa l'esposizione e la gestione delle problematiche che possano tramutarsi in costi o in opportunità per le aziende, valutate rispetto agli standard e alle performance dei loro pari nel settore di riferimento. Le informazioni sono raccolte attraverso dataset specializzati di governi, ONG, o altri enti divulgativi, nonché attraverso i report di sostenibilità eventualmente pubblicati dalle aziende. Sono individuati i tre pillar ESG dai quali sono dedotti dieci temi di carattere generale e suddivisi a loro volta in 35 fattori chiave. La metodologia è strutturata sulla base

della classificazione GICS (Global Industry Classification Standard) che definisce i pesi relativi ai key issues considerando le problematiche che caratterizzano ciascun settore e l'intervallo di tempo necessario affinché un impatto negativo o positivo si materializzi. L'esposizione di ogni azienda ai principali rischi ESG sulla ripartizione del proprio business è calcolata su una scala 0-10. Successivamente, l'analisi considera la misura in cui un'azienda ha sviluppato strategie e dimostrato un forte track record di performance nella gestione del suo specifico livello di rischio o opportunità. La gestione è valutata sulla medesima scala. Il punteggio di esposizione al rischio ed il punteggio di gestione del rischio sono combinati in modo tale che un livello più alto di esposizione richiede un livello più alto di capacità di gestione dimostrata al fine di ottenere lo stesso punteggio complessivo del fattore chiave. La valutazione delle opportunità funziona in modo simile ai rischi, ma il modello per combinare esposizione e gestione è diverso. L'esposizione indica la rilevanza dell'opportunità per ogni azienda in base alla sua attività corrente e ai segmenti geografici. La gestione indica la capacità dell'azienda di trarre vantaggio dall'opportunità. Un'esposizione limitata si traduce in un punteggio limitato verso la metà dell'intervallo, viceversa i punteggi possono essere sia più alti sia più bassi. Una controversia, definita come circostanza in atto in cui le operazioni e/o i prodotti dell'azienda hanno presumibilmente un impatto negativo sui tre pillar (ambientale, sociale e/o di governance), verificatasi negli ultimi tre anni portano ad una deduzione dal punteggio complessivo (0-10) della gestione su

ogni tema. Ogni controversia è valutata per la gravità del suo impatto e di conseguenza classificato in quattro categorie: molto grave, grave, moderato o minore. Ogni pillar desumerà il proprio score dalla media ponderata dei temi e dei key issues sottostanti, tuttavia la governance è valutata in maniera differente poiché considerata rilevante indipendentemente dal settore in esame. Pertanto, i fattori chiave e i pesi associati sono sottoposti a revisione formale con cadenza annuale e la valutazione considera metriche di esposizione che misurano quanto l'azienda in analisi sia esposta alle criticità materiali per il settore di riferimento e metriche di gestione per quantificare come l'azienda gestisca tali criticità. Successivamente, si calcola la media ponderata degli score dei tre pillar ed il punteggio ponderato è normalizzato per settore di riferimento. Il risultato ottenuto è posto in un intervallo determinato annualmente sulla base di una media mobile degli score realizzati negli ultimi tre anni dalle aziende dello stesso settore appartenenti all'indice MSCI ACWI, con il minimo e il massimo stabiliti in un range compreso tra i due percentili 2,5 e 97,5. In seguito, la scala dei punteggi normalizzati per settore è divisa in sette classi dalla CCC per performance scarse alla AAA per performance eccellenti.

Tab 3.1: Schema di conversione MSCI Ratings

Score	Profilo	Rating ESG
8.571 – 10.000	Leader	AAA
7.143 – 8571	Leader	AA
5.714 – 7.143	Average	A
4.286 – 5.714	Average	BBB
2.857 – 4.286	Average	BB
1.429 - 2857	Laggard	B
0.00 – 1.429	Laggard	CCC

Fonte: MSCI ESG Ratings Methodology, April 2022, pag. 16

<https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/ESG-Ratings-Methodology-Exec-Summary.pdf>

MSCI ESG Ratings coinvolge oltre 8.500 società e più di 680.000 titoli azionari e a reddito fisso a livello globale per creare punteggi e metriche ESG per circa 53.000

fondi comuni ed ETF multi-asset class in una serie di categorie di esposizione ESG. MSCI ESG Fund Ratings, invece, è progettato per valutare la resistenza delle partecipazioni aggregate di un fondo ai rischi e alle opportunità ESG nel lungo periodo. I fondi con un rating elevato sono costituiti da emittenti con una gestione leader o in miglioramento dei principali rischi ESG. Ogni fondo nell'universo di copertura riceverà un punteggio di qualità ESG complessivo (0-10) che aggrega i punteggi ESG delle partecipazioni sottostanti a livello di emittente. Per valutare le caratteristiche ESG dei fondi, MSCI mette a disposizione oltre 200 metriche, disponendole in tre macrocategorie: impatto sostenibile, allineamento dei valori ed esposizione ai rischi. Le metriche d'impatto sostenibile aiutano gli investitori a misurare l'esposizione dei fondi alle società quotate in borsa che affrontano le principali sfide ambientali e sociali. Possono essere usate negli investimenti ad impatto per individuare i rendimenti sociali per ogni dollaro investito, tra cui l'esposizione a tecnologie pulite, la costruzione di comunità o l'accesso all'assistenza sanitaria. Le metriche di allineamento dei valori, invece, sono ideate per agevolare gli investimenti allineati ai valori etici, religiosi o politici, adatti agli investitori che preferiscono evitare le aziende coinvolte in violazioni dei diritti umani oppure operanti in settori come tabacco o armi. Infine, le metriche di esposizione ai rischi ESG hanno lo scopo di aiutare gli investitori a capire l'esposizione del fondo ai rischi ESG. Possono essere utilizzate da investitori di lungo corso con l'obiettivo di limitare i potenziali costi finanziari connessi a

questioni come la scarsità d'acqua o le normative sul carbonio. Il primo step consiste nel calcolare il punteggio ESG medio ponderato del fondo in base al punteggio ESG globale delle aziende sottostanti. I punteggi globali ESG rappresentano il punteggio ESG finale aggiustato per il settore dell'emittente a seconda della sua classificazione patrimoniale. In seguito, si passa a calcolare l'aggiustamento percentuale per poi moltiplicarlo al punteggio ESG medio ponderato del fondo per determinare il punteggio di qualità ESG del fondo, a cui corrisponde una delle sette classi di rating (AAA-CCC) individuate in precedenza. Il punteggio di qualità ESG è mostrato anche come percentile nel proprio peer group che rappresenta la percentuale di fondi dello stesso gruppo con un punteggio di qualità ESG uguale o inferiore al punteggio di qualità ESG. Inoltre, ogni fondo incluso nel MSCI ESG Fund Ratings riceve un punteggio relativo al percentile globale, che indica la percentuale di fondi con un punteggio inferiore o uguale al punteggio di qualità ESG del fondo in esame.

3.2.1 Morningstar Sustainability Ratings

Raccogliendo informazioni dai report aziendali, dai media, dai report delle ONG, o da altre fonti d'informazione multisettoriali, l'ESG Risk Rating di Sustainalytics, una società di Morningstar, intercetta l'esposizione e la gestione dell'emittente ai

rischi ESG specifici del settore. Il rating fornisce agli investitori un punteggio complessivo dell'azienda basato su una valutazione di quanto non sia gestita l'esposizione al rischio ESG. Pertanto, ad un punteggio elevato del rating corrisponderà una cattiva gestione del rischio ESG. L'esposizione è valutata attraverso 138 classificazioni di sottosettori, l'analisi dell'impatto potenziale di 20 "Material ESG Issues" (MEI) per ciascun sottosettore e la successiva selezione dei dieci MEI più rilevanti che prevedono sempre la corporate governance, poiché ritenuta rilevante e applicabile a tutti gli emittenti. 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. Le controversie, suddivise in cinque categorie ascendenti (1-5) sulla base dell'entità dell'accaduto, sono valutate anche a livello MEI e sono considerate una falla nella gestione. Ciò si traduce in una diminuzione del punteggio di gestione in base alla gravità della controversia. Ogni emittente affronta la possibilità di un rischio idiosincratico, ossia guidato da un evento che emerge a causa di una grave controversia ESG, relativa ad una questione che non è considerata materiale per l'azienda, andando a ridurre il punteggio complessivo di gestione del rischio. Una caratteristica peculiare delle valutazioni di Sustainalytics è l'introduzione del concetto di rischio gestibile e non gestibile. Il rischio non gestibile costituisce la parte del punteggio di esposizione che, a

prescindere dalle pratiche di gestione, rimane un rischio per l'azienda. Si pensi alle aziende che non possono eliminare del tutto i rischi per la salute associati ai loro prodotti come accade per le aziende produttrici di tabacco. Il rischio gestibile, viceversa, è la parte del punteggio di esposizione al rischio che può essere mitigato dalle politiche e strategie aziendali. Ciascuna categoria racchiude un livello di impatto finanziario rilevante scaturito dai fattori ESG. Per ogni MEI assegnato ad un emittente, l'esposizione è valutata tipicamente su un intervallo (0-20) per indicare, rispettivamente, l'esposizione più bassa e l'esposizione più alta. Ogni punteggio di esposizione MEI rappresenta una parte del punteggio di esposizione complessivo, che varia tra 0 e 100. I pesi sono determinati dal contributo del punteggio di rischio gestibile del singolo MEI. Per ogni MEI, il punteggio di gestione è la somma di ogni punteggio ponderato dell'indicatore di gestione e i pesi di quest'ultimi, all'interno di un MEI, si basano sulla capacità relativa dell'indicatore di riflettere la performance della gestione relativa a quel tema. Ogni indicatore di gestione ha un punteggio grezzo tra 0 e 100 ed il punteggio complessivo di rischio gestito dell'azienda è la somma di tutti i punteggi di rischio gestito dei MEI, determinati moltiplicando il punteggio di gestione del singolo tema per il punteggio di rischio gestibile dello stesso. Per esempio, un'azienda con un rischio gestibile di 6 e con un punteggio di gestione dell'80%, associati ad un determinato MEI, avrà un rischio gestito di 4,8. 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.

Tab 3.2: Schema di conversione ESG 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: Morningstar Sustainability Rating Methodology, November 2021, pag 10

https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/SustainabilityRatingMethodology_2021.pdf

Il Morningstar Sustainability Rating è costruito utilizzando l'ESG Risk Rating di Sustainalytics, è calcolato per gli indici e i prodotti gestiti, ed è il risultato di un

processo suddiviso in tre fasi. Comincia con il calcolo del punteggio di sostenibilità per ogni portafoglio riportato nei 12 mesi precedenti che consiste in una media ponderata per gli asset sottostanti. Successivamente, i punteggi ottenuti sono utilizzati per calcolare il punteggio storico di sostenibilità del portafoglio in esame. Infine, è assegnato un rating di sostenibilità in base al confronto del punteggio storico ottenuto con la rispettiva Global Category di Morningstar. Per preservare la stabilità del rating da forti oscillazioni di punteggio, è usato un buffer con ampiezza di un punto percentuale. Pertanto, un portafoglio vicino ad una certa soglia di rating deve superare il buffer prima che il suo rating sia modificato. Sulla base del punteggio storico, ai portafogli sono assegnati ranghi assoluti e ranghi relativi all'interno delle rispettive Global Categories, a condizione che una categoria abbia almeno 30 portafogli con punteggi storici di sostenibilità. Il rating finale, assegnato ai fondi, segue una scala relativa da uno a cinque globi ed è una misura dei rischi ESG finanziariamente rilevanti in un portafoglio rispetto all'insieme di peer individuati.

Tab 3.3: Schema di conversione Morning Sustainability Rating

Distribuzione	ESG Risk score	Sustainability Rating
Best 10%	0.00 – 9.99	
Next 22.5%	10.00 – 32.49	
Next 35%	32.50 – 67.49	
Next 22.5%	67.50 – 89.99	
Worst 10%	90.00 – 99.99	

Fonte: *Fonte: Morningstar Sustainability Rating Methodology, November 2021, pag 10*

https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/SustainabilityRatingMethodology_2021.pdf

Poiché le regole di distribuzione sono applicate all'interno delle Global Categories, i portafogli esposti a un elevato rischio ESG potrebbero comunque ricevere rating di sostenibilità positivi. Per questo motivo, i portafogli con un punteggio storico di sostenibilità pari o superiore a 30.00 non possono ricevere un rating migliore del livello medio (3 globi), a prescindere dalla loro posizione nella Global Category.

In questo caso limite, ai portafogli con punteggio storico di sostenibilità da 30.00 a 34.99 è assegnato un rating medio. Ai portafogli con punteggio storico tra 35.00 e 39.99, invece, è assegnato un rating inferiore alla media (2 globi), mentre i portafogli con punteggio storico pari o superiori a 40.00 ricevono un rating di sostenibilità basso (1 globo).

3.2.3 Refinitiv ESG Scoring

La metodologia messa a punto da Refinitiv, una società LSEG (London Stock Exchange Group), si basa su due livelli. Il primo analizza le performance ESG sulla base dei comportamenti aziendali e la rendicontazione disponibile, mentre il secondo determina lo score ESG integrato attraverso la detrazione di un punteggio relativo alle eventuali controversie che hanno coinvolto l'impresa in esame. I dati raccolti provengono da report aziendali, rendicontazioni non-finanziarie, siti web delle aziende e/o ONG, nonché archiviazioni di Borsa. L'analisi di sostenibilità di Refinitiv è strutturata secondo i consueti 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. Per lo scoring percentile delle metriche booleane, delle quali non si hanno dati accessibili o non esiste uno standard di calcolo universalmente riconosciuto, è assegnato 1 al "vero" e 0.5 al "false". Qualora l'azienda non fornisca informazioni al riguardo è attribuito di default il "false". 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). In questo caso, ad un punteggio più alto corrisponde una situazione di maggiore gravità. Lo score finale deriva dal punteggio delle performance ESG e delle controversie, in base al sistema logico seguente: se il punteggio delle controversie è superiore o uguale al punteggio ESG, allora il punteggio finale coincide con il punteggio ESG; se il punteggio delle controversie risulta inferiore al punteggio ESG, allora il punteggio finale è uguale alla media del punteggio ESG e delle controversie. Infine, i punteggi ottenuti e distribuiti seguendo un ordimento percentile, sono opportunamente convertiti in 12 classi di valutazione da D- ad A+.

Tab 3.4: Schema di conversione rating ESG

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: *Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv, May 2022*

https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

L'ESG Scoring di Refinitiv è disponibile anche per i fondi d'investimento. Dalla combinazione tra il "Refinitiv Lipper" che comprende oltre 330.000 fondi e l'apposito

database ESG composto da aziende leader rappresentati circa l'80% della capitalizzazione del mercato globale è possibile integrare i fattori ESG nelle composizioni e analisi di portafoglio con diversi punteggi. Gli strumenti analitici implementati evidenziano la performance dei titoli di un portafoglio rispetto ai pari, ai benchmark o una prospettiva più granulare sulla performance di ciascuna partecipazione in base ai dieci temi ESG principali. Il Refinitiv Lipper Fund ESG score rappresenta la performance di sostenibilità di un particolare fondo d'investimento, identificando le robuste pratiche ESG per guidare gli investitori ad analizzare i fondi attraverso uno scrupoloso screening ESG del database Refinitiv Lipper. Tale punteggio è rilasciato esclusivamente per portafogli con un minimo di dieci titoli, per i quali devono essere disponibili gli ESG score con una copertura del 70% dell'intero portafoglio. Sebbene non sia stato rilasciato un vero e proprio rating, come avviene per le singole società, Refinitiv è al lavoro per colmare tale divario e fornire un ulteriore strumento di analisi con l'obiettivo di aiutare gli investitori e sostenere la crescente domanda d'investimenti sostenibili.

3.3 Critiche sulla varietà degli score ESG

Dopo aver analizzato i criteri di rating ESG utilizzati da importanti agenzie è stato dimostrato grazie al lavoro "Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance" di Monica Billio, Michele Costola, Iva Hristova, Carmelo Latino, Lorian Pelizzon, che manca una definizione comune delle caratteristiche, degli

attributi e dei standard nella definizione delle componenti ESG. Grazie a questo studio sono state fornite prove che l'eterogeneità nei criteri di valutazione può portare le agenzie ad avere opinioni opposte sulle stesse società valutate e che l'accordo tra quei fornitori è sostanzialmente basso. Tali definizioni alternative di ESG incidono anche sugli investimenti sostenibili portando all'identificazione di diversi universi di investimento e, di conseguenza, alla creazione di benchmark diversi. Ciò implica che nel settore dell'asset management è estremamente difficile misurare le capacità di un gestore di fondi se le performance finanziarie sono fortemente condizionate dal benchmark ESG scelto. Infine, troviamo che il disaccordo nei punteggi forniti dalle agenzie di rating disperde l'effetto delle preferenze degli investitori ESG sui prezzi degli asset, al punto che anche quando c'è accordo, non ha alcun impatto sulle performance finanziarie. In risposta alla crescente domanda di dati ESG affidabili e rating ESG, il mercato dei rating di sostenibilità è cresciuto notevolmente ed è ora in una fase di consolidamento¹⁷. L'interesse osservato è principalmente il risultato del fatto che i rating ESG possono essere assimilati agli indicatori di rischio aziendale, consentendo di ridurre le asimmetrie informative¹⁸. A differenza dei rating creditizi, la misurazione ESG è in

¹⁷ Escrig-Olmedo, E., Fernandez-Izquierdo, M., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J., & Muñoz-Torres, M. (2019). Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11, 915.

¹⁸ Utz, S. (2017). Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: Evidence from an international sample. *Review of Managerial Science*, 13, 483–511

qualche modo nebulosa data la mancanza di una definizione comune, di standard di rendicontazione e di caratteristiche condivise tra ciascuna componente ESG e tra i fornitori di rating. Attualmente, le agenzie di rating stanno proponendo diverse metriche simili al mercato dei rating del credito, ma, a differenza di queste, i rating ESG derivano da definizioni alternative e concorrenti. Pertanto, manca uno standard comune per ESG e rende la sostenibilità di un'azienda molto difficile da valutare e, in alcuni casi, "irreparabile". Windolph identifica sei cause che ostacolano una valutazione trasparente e obiettiva, come ad esempio: mancanza di standardizzazione, mancanza di credibilità delle informazioni, pregiudizi, compromessi, mancanza di trasparenza e mancanza di indipendenza¹⁹. Inoltre, negli ultimi anni, le agenzie di rating ESG non solo hanno integrato nuovi criteri nei loro modelli di valutazione per rispondere alle nuove sfide globali, ma anche i criteri di valutazione rendendo la valutazione processo ancora più complesso. Le agenzie di rating hanno sviluppato la propria metodologia di valutazione per valutare il coinvolgimento ESG. Date le diverse metodologie, la tabella 5 offre una panoramica dei fattori che i principali fornitori di rating ESG stanno prendendo in considerazione all'interno delle loro valutazioni. L'obiettivo di questa prima analisi è verificare se le agenzie convergono in termini di metodologia e se i rating che forniscono sono coerenti.

¹⁹ Windolph, S. E. (2011). Assessing corporate sustainability through ratings: Challenges and their causes. *Journal of Environmental Sustainability*, 1, 5.

Tab 3.5: Differenze chiave tra le agenzie di rating ESG

	MSCI	VIGEO-EIRIS	REFINITIV	SUSTAINALYTICS	ISS OEKOM
RATING SCORE	CCC to AAA	-- to ++	D- to A+ and 0 to 100	0 to 100	D- to A+
HISTORY	1990	1983	2002	1992	1985
HEADQUARTER	New York, United States	Paris, France	Toronto, Canada	Amsterdam, Netherlands	Munich, Germany
SOURCES	Company disclosure, 1600+ Media sources, 100+ specialized dataset	Company disclosure, Recommendation, Conventions	Company websites, Company reports, NGO Websites, Media and news, Stock Exchange filings	Public disclosure, Media and news, NGO reports	Publicly available information, Interview with stakeholders, information on company policies and practices, company direct contact
N. CRITERIA	37	38	178	155	100
MAIN RISK FACTORS	<p>Environmental</p> <p>Climate Change, Natural Resources Pollution And Waste Management Environmental Opportunities</p> <p>Social</p> <p>Product Liability Human Capital Stakeholder Needs Social Opportunities</p> <p>Governance</p> <p>Corporate Behavior Corporate Governance</p>	<p>Human Resources, Human Rights Environment Business Behavior Community Involvement Corporate Governance</p>	<p>Environmental</p> <p>Resource Use, Emission, Innovation</p> <p>Social</p> <p>Workforce, Human Rights, Community, Product Responsibility</p> <p>Governance</p> <p>Management, Shareholders, CSR Strategy</p>	<p>Industry-Specific indicators. Factors Change According To The Industrial Group To Which A Company Belongs</p>	<p>Environment</p> <p>Climate Change Strategy, Ecoefficiency, Energy Mgmt, Env. Impact of Product, Env. Mgmt, Water Risk And Impact</p> <p>Social</p> <p>Equal Opportunities, Freedom of Association, Health And Safety, Human Rights, Product Responsibility, Social Impact of Product, Supply Chain Mgmt, Taxes</p> <p>Governance</p> <p>Business Ethics, Compliance, Independence of The Board, Remuneration, Shareholder Democracy and Structure</p>
MATERIALITY AND WEIGHTING	Proprietary Definition. Analysis on material risks and opportunities for all the GICS sub-sectors	Proprietary Definition. Based on principles developed by International Bodies.	Proprietary Definition. Standard weighting for all the categories Environmental = 34%, Social 35.5%, Governance= 30.5%	Proprietary Definition of Materiality - subindustry level. Assessment of the potentially material issues in the future	Proprietary Definition. Selection and weighting of 5 key issues per sector and 800 detailed Industry-Specific Criteria

Fonte: Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and Performance, Monica Billio, pag. 6, 23 may 2022

Come mostra la tabella 3.5, la prima differenza riguarda le origini dei dati. L'individuazione dei punti sensibili è, infatti, un prerequisito cruciale per un buon rating. Le principali fonti per tutte le agenzie sono le informazioni pubblicamente disponibili, come i resoconti delle aziende e i siti web. Tuttavia, le fonti di informazione cambiano da un'agenzia di rating all'altra, sebbene a volte le fonti di informazione tendano a convergere, anche il modo in cui vengono elaborate può essere diverso. La seconda differenza sta nel numero di criteri valutati, infatti esso cambia tra le diverse agenzie di ratings. MSCI e Refinitiv ad esempio valutano rispettivamente 37 e 178 criteri ESG. Altre agenzie, invece, valutano metriche diverse in relazione al settore di appartenenza dell'azienda. La terza differenza risiede nei principali fattori di rischio che sintetizzano ogni singolo punteggio degli indicatori utilizzati nella fase precedente. Infine, la difficoltà nel raggiungere una definizione generale di materialità ESG, innescando il meccanismo di ponderazione dei criteri valutati, può generare ulteriori divergenze nel rating complessivo. Come mostra la tabella 3.5, tutte le agenzie di rating ESG esaminate hanno sviluppato una definizione proprietaria di materialità. Di conseguenza, le procedure di ponderazione variano notevolmente. Possiamo osservare che quasi tutte le agenzie di rating adeguano il proprio rating finale integrando emissioni, specifiche del settore considerato, ma pochissime pubblicano i pesi assegnati in modo trasparente. Pertanto, la discrepanza tra le valutazioni può risiedere semplicemente nella considerazione di componenti diversi ponderati in modo diverso.

Tab 3.6: Esempio di divergenza nei rating ESG

Company	Sustainalytics	RobecoSAM	Refinitiv	MSCI
Nissan Motor Co. Ltd	6	77	72	CCC
Verizon Communications Inc.	91	20	67	BB
Oracle Corp.Jpn	78	8	63	BB
Gppdman Group	86	21	58	AA

Fonte: Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and Performance, Monica Billio, 23 may 2022

Per illustrare ulteriormente la disparità esistente, è stato fornito un esempio che include quattro provider ESG: Sustainalytics, RobecoSAM, Refinitiv e MSCI. La tabella 3.6 riporta il rating ESG per quattro società (Verizon Communications Inc., Nissan Motor Co., Ltd, Oracle Corp. JPN e Goodman Group). La scala di valutazione per Sustainalytics, RobecoSAM e Refinitiv varia da 0 a 100 mentre MSCI fornisce una tassonomia classica che va dalla scala CCC alla scala AAA. Come mostrato nella tabella 3.6, le valutazioni differiscono considerevolmente tra i fornitori. Ad esempio, nel caso di Nissan Motor Company, Sustainalytics e MSCI assegnano un rating basso mentre RobecoSAM e Refinitiv lo includono tra i migliori della categoria. Queste discrepanze possono essere spiegate dal fatto che

sia Sustainalytics che MSCI si concentrano sulla prospettiva manageriale che esamina l'esposizione dell'azienda al rischio ESG e la sua strategia di mitigazione (ad esempio, rischi ESG non gestiti e costi di produzione potenzialmente più elevati per i suoi prodotti ad alta intensità di carbonio). D'altra parte, nonostante abbia assegnato un punteggio controverso ESG basso, Refinitiv giudica Nissan positivamente, soprattutto nelle sfere ambientali e di governance. Infine, RobecoSAM sovrappesa la dimensione ambientale per l'industria automobilistica. In particolare, l'eco-efficienza operativa e la strategia climatica rappresentano il 20% del rating complessivo. Di conseguenza, la classifica fornita da RobecoSAM premia la capacità di innovazione *cleantech* di Nissan rispetto agli altri concorrenti analizzati. Considerazioni simili possono essere formulate per le restanti società riportate nella tabella e per le quali osserviamo rating ESG divergenti intrinsecamente correlati alle metriche interessate (ovvero, Verizon Communications è molto alto in Sustainalytics e molto basso in RobecoSAM mentre è nella fascia media in MSCI e Refinitiv). Questo semplice esempio evidenzia chiaramente che le metriche attualmente applicate possono portare a valutazioni contraddittorie. Per comprendere meglio la divergenza dei rating tra i fornitori, viene preso nello studio in considerazione un ampio insieme di 1049 società quotate nell'indice MSCI World con valutazioni ESG disponibili dei quattro fornitori sopra menzionati, viene calcolata la correlazione di rango tra i rating ESG per misurare la divergenza tra le agenzie di rating considerate.

Tab 3.7: Correlazione di rango tra rating ESG

	Sustainalytics	RobecoSAM	Refinitiv	MSCI
Sustainalytics	-			
RobecoSAM	0.69	-		
Refinitiv	0.64	0.69	-	
MSCI	0.53	0.45	0.43	-

Fonte: Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and Performance, Monica Billio, 23 may 2022

La correlazione tra i rating ESG è in media di 0,58 e varia da 0,43 (tra Refinitiv e MSCI) a 0,69 (tra Refinitiv e RobecoSAM) questi risultati confermano un disaccordo tra i diversi fornitori di rating, per le stesse società considerate. Successivamente, viene calcolato l'errore medio assoluto (MAE) per valutare l'entità delle differenze di valutazione in termini di classi. In relazione a ciò, vengono armonizzate e convertite le classi di rating tra i quattro provider considerati applicando una scala comune che va da 1 a 7.

Tab 3.7: Armonizzazione delle classi di rating per i quattro provider

Score	MSCI	Sustainalytics	RobecoSAM	Refinitiv
1	CCC	0-14	0-14	0-14
2	B	15-28	15-28	15-28
3	BB	29-42	29-42	29-42
4	BBB	43-57	43-57	43-57
5	A	58-71	58-71	58-71
6	AA	72-85	72-85	72-85
7	AAA	86-100	86-100	86-100

Fonte: Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and Performance, Monica Billio, 23 may 2022

Sustainalytics, RobecoSAM e Refinitiv forniscono un rating percentile mentre la scala di rating di MSCI va da CCC a AAA. Il punteggio finale (prima colonna) che consideriamo varia da 1 (valutazione più bassa) a 7 (valutazione più alta). Viene calcolato il MAE dei rating ESG, cioè la misura degli errori tra osservazioni accoppiate che descrivono lo stesso fenomeno, che sono in media 1,32 e vanno da 1,11 a 1,59. Dato che il numero totale di classi di rating è 7, ciò implica che il disaccordo osservato tra i fornitori di rating è in media maggiore di una classe.

Tab 3.8: MAE, misura degli errori tra osservazioni accoppiate che descrivono lo stesso fenomeno

	Sustainalytics	RobecoSAM	Refinitiv	MSCI
Sustainalytics	-			
RobecoSAM	1.2182	-		
Refinitiv	1.1878	1.3937	-	
MSDI	1.3260	1.5872	1.1144	-

Fonte: Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and Performance, Monica Billio, 23 may 2022

Infine è stata calcolata la percentuale di accordo tra i rating ESG, descrivendo la proporzione di imprese nel campione, per le quali le agenzie di rating ESG si impegnano a fornire lo stesso rating ESG dopo aver applicato la scala comune di conversione sopra descritta. La tabella 3.9 mostra che la concordanza dei rating ESG è in media del 24% e varia dal 19% (tra RobecoSAM e MSCI) al 28% (tra Sustainalytics e RobecoSAM).

Tab 3.9: Percentuale di accordo tra i rating ESG

	Sustainalytics	RobecoSAM	Refinitiv	MSCI
Sustainalytics	-			
RobecoSAM	28.22%	-		
Refinitiv	23.74%	20.59%	-	
MSCI	25.36%	19.46%	27.93%	-

Fonte: Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and Performance, Monica Billio, 23 may 2022

Entrambe le misure confermano quindi l'esistenza di un forte disaccordo di valutazione tra i diversi fornitori di rating, per le stesse società considerate. Date le evidenti discrepanze in termini di metodologia e rating ESG assegnati alle stesse aziende, è importante identificare i canali che potrebbero influenzare la costruzione degli indici ESG. Come notato anche da Engle et al. (2019)²⁰, *“l'eterogeneità nei punteggi ESG può portare alla formazione di diversi portafogli ESG a causa del*

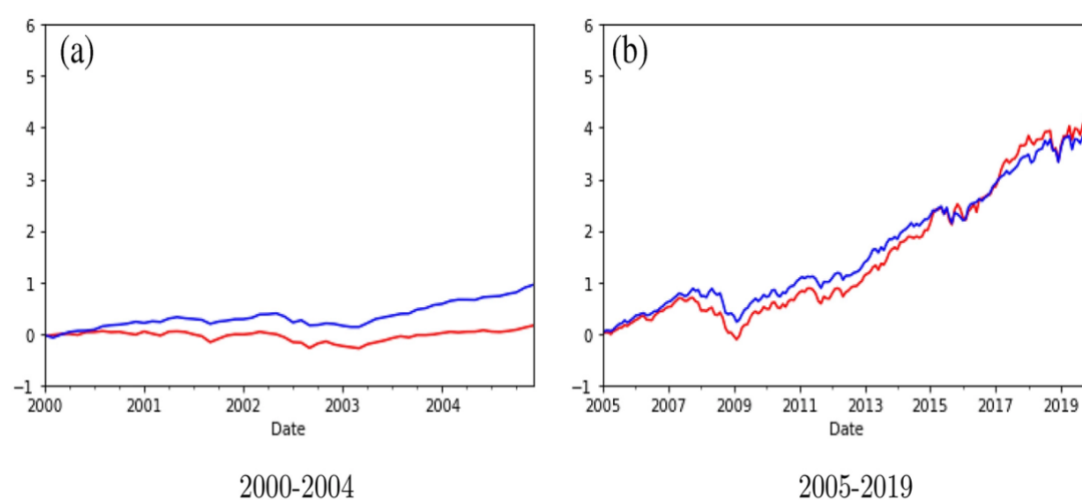
²⁰ Engle, R. F., Giglio, S., Kelly, B. T., Lee, H., & Stroebel, J. (2019). Hedging climate change news. Tech. rep., National Bureau of Economic Research.

disaccordo nei rating". Infatti, se le metriche implementate variano tra i fornitori di rating, ci sarà disaccordo anche nella selezione dei componenti degli indici ESG.

In ultima analisi viene valutato se l'accordo sull'inclusione di titoli in un indice ESG da parte delle quattro agenzie di rating ESG considerate Refinitiv, MSCI, RobecoSAM e Sustainalytics influisca sulla performance finanziaria, ovvero se ha generato una performance extra, viene inoltre verificato se la performance del portafoglio ESG sia migliore di un portafoglio non ESG. Nel portafoglio di accordo ESG, vengono considerati i costituenti comuni dei quattro indici. Coerentemente con l'analisi precedente, se un'impresa è inclusa come componente di un indice, è considerata leader ESG in base al fornitore di rating corrispondente. Di conseguenza, c'è accordo quando un'azione è inclusa in tutti e quattro gli indici. Questo portafoglio è originato dalla sovrapposizione complessiva e comprende 48 componenti. Nel portafoglio non ESG le azioni "non ESG" hanno una definizione più ampia. In effetti, non sono solo legati a un determinato tipo di industria, ma dipendono anche dalle caratteristiche e dagli attributi dell'impresa (componenti E, S e G). Viene costruito il portafoglio non ESG seguendo un approccio di screening negativo che considera tutti i titoli esclusi dall'universo di investimento ESG. Per identificare queste aziende non ESG, vengono considerate tutte le aziende che non rispettano i principi dell'UNGC (United Nation Global Compact), da cui è nato il concetto di ESG. In primo luogo, consideriamo i componenti dell'indice MSCI

World che rappresentano una buona proxy dell'universo di investimento dei mercati sviluppati. In secondo luogo, consideriamo i componenti dell'indice MSCI World ESG screened, che esclude dall'indice MSCI World le aziende che non sono conformi ai principi dell'UNGC e sono coinvolte in attività controverse o inaccettabili che possono danneggiare l'ambiente o la società nel suo insieme. Infine, il portafoglio non ESG è ottenuto come complemento del MSCI World ESG Screened e comprende 119 componenti. Nessuno di questi 119 componenti è stato incluso in nessuno degli altri tre indici ESG. Poiché il termine ESG è stato coniato per la prima volta nel 2005, è ragionevole dividere l'analisi in due periodi al fine di rilevare la presenza di un cambiamento strutturale nella performance finanziaria dei portafogli ESG e non ESG. Il primo periodo va da dicembre 1999 a dicembre 2004 mentre il secondo inizia a gennaio 2005 e termina a gennaio 2020. I rendimenti totali per i componenti sono stati scaricati da Eikon/Datastream con frequenza mensile, inoltre i portafogli sono ugualmente ponderati.

Tab 3.10: Rendimenti cumulativi per i portafogli con accordo ESG (linea rossa) e non ESG (linea blu)



Fonte: *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and Performance*, Monica Billio, 23 may 2022, pag.25

Questa semplice analisi indica che il portafoglio non ESG è preferibile al portafoglio con accordi ESG dal punto di vista finanziario. Tuttavia, suggerisce anche che potrebbe esserci stato un cambiamento nelle preferenze o nei gusti degli investitori dopo il 2005 con l'introduzione delle caratteristiche dell'azienda ESG. Le performance dei due portafogli, infatti, sono più vicine nel secondo periodo. A questo proposito, viene stimata la Jensen-alpha, il rendimento incrementale (o extra-rendimento) di un portafoglio o di un fondo comune di investimento rispetto al rendimento che tale portafoglio avrebbe dovuto produrre sulla base del suo livello di rischio sistematico, di entrambi i portafogli che rappresentano le azioni ESG e

la controparte corrispondente (portafoglio nonESG) utilizzando il modello a quattro fattori di Carhart. Il modello consente di districare la performance del portafoglio misurando l'impatto di rischio di mercato, la sovraperformance delle piccole rispetto alle grandi aziende, la sovraperformance di società contabili/di mercato elevate rispetto a società contabili/di mercato piccole e il fattore di slancio. Dopo aver tenuto conto di questi fattori, la differenza sugli alfa tra ESG e la sua controparte dovrebbe rivelare se esiste un impatto ESG sull'andamento del titolo.

Tab 3.11: Jensen Alfa, stime del modello a quattro fattori di Carhart per l'accordo ESG e per i portafogli nonESG per i due periodi.

	2000-2004			2005-2019		
	ESG	nonESG	ESG-nonESG	ESG	nonESG	ESG-nonESG
Alpha	0.0049 (0.004)	0.0037 (0.003)	0.0012 (0.005)	0.0059*** (0.001)	0.0053*** (0.001)	0.0006 (0.001)
Mkt-Rf	0.808*** (0.093)	0.6669*** (0.074)	0.1415 (0.087)	0.8552*** (0.035)	0.6838*** (0.027)	0.1713*** (0.038)
SMB	0.1888 (0.182)	0.0353 (0.077)	0.1536 (0.454)	-0.1364* (0.075)	-0.0714 (0.070)	-0.065 (0.088)
HML	-0.0177 (0.133)	0.5479*** (0.088)	-0.5655*** (0.126)	0.0352 (0.080)	0.1326** (0.067)	-0.0975 (0.092)
WML	-0.241*** (0.062)	-0.0811 (0.056)	-0.1599** (0.079)	-0.1187* (0.067)	0.0721** (0.034)	-0.1908*** (0.055)
F-Statistic	45.63	59.04	18.97	202.5	203.5	11.37
\bar{R}^2	0.77	0.752	0.54	0.821	0.831	0.252
Obs.	60	60	60	180	180	180

Robust Standard errors (HAC) are reported within brackets.
Statistical significance is denoted by ***, **, and * at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

Fonte: *Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and Performance*, Monica Billio,

23 may 2022, pag.26

I risultati stimati sono riportati nella Tabella 3.11 per entrambi i periodi considerati. La prima colonna della tabella mostra la stima per il portafoglio di accordi ESG mentre la seconda mostra la stima per il portafoglio non ESG per il periodo 2000–2005. Per misurare se la differenza osservata tra i due portafogli è statisticamente significativa, stimiamo un portafoglio long/short che è costruito tra il portafoglio del contratto ESG (posizione lunga) e il nonESG (posizione corta). Dopo aver controllato i quattro fattori di rischio, un alfa significativo positivo (negativo) implicherebbe che il portafoglio ESG sovraperforma il portafoglio non ESG, mentre un alfa non significativo implicherebbe che non vi è alcuna differenza statistica nei due portafogli. Il risultato è riportato nella terza colonna. Le tre colonne seguenti descrivono lo stesso tipo di analisi ma per il periodo 2005–2019. Nel primo periodo gli alfa non sono significativi né per l'accordo ESG né per i portafogli non ESG. Tuttavia, nel secondo periodo, entrambi i portafogli ESG e non ESG forniscono un alfa positivo e significativo simile, rispettivamente dello 0,59% e dello 0,53%. Al contrario, gli alfa sul portafoglio long-short non sono significativi per entrambi i periodi e, quindi, sembra che non vi siano differenze significative di performance del portafoglio dopo aver controllato i quattro fattori di rischio.

Questa analisi fatta dallo studio di Monica Billio mostra che mancano metriche comuni tra le agenzie di rating nella definizione di ESG (caratteristiche, attributi e standard) e che l'eterogeneità di giudizio può portare le agenzie ad assegnare rating

anche opposti a una determinata azienda. Tale eterogeneità, inoltre, è problematica anche per lo stesso settore degli investimenti, in quanto l'individuazione di portafogli di investimenti sostenibili e quindi la scelta dei relativi benchmark (indici ESG) dipende dai rating originati da tali metriche. Questi risultati mostrano che il disaccordo ESG osservato, tra le agenzie di rating, disperde l'effetto delle preferenze degli investitori ESG sui prezzi degli asset, al punto che anche quando c'è accordo, quest'ultimo è così debole che non ha alcun impatto sulle performance finanziarie dei portafogli ESG. La motivazione teorica di questo risultato è che l'importo investito è così limitato da non comportare un impatto finanziario significativo. Le performance finanziarie sarebbero diverse se tutte le principali agenzie di rating ESG concordassero sulla definizione di un insieme di parametri comuni. Ciò porterebbe a selezioni di titoli più omogenee e, di conseguenza, all'identificazione di un benchmark unico o di un insieme di indici ESG con una significativa sovrapposizione. Pertanto, sia i fondi di investimento ESG attivi che quelli passivi avrebbero l'opportunità di concentrare i propri investimenti sugli stessi titoli e, quindi, generare un impatto significativo sui prezzi delle attività. Troviamo invece che, anche se gli investimenti sostenibili e responsabili sono cresciuti in modo significativo negli ultimi anni, non vi è alcuna differenza nelle performance finanziarie rispetto alla controparte non ESG. Inoltre, è stato dimostrato che la stessa conclusione si può trarre dall'analisi del portafoglio azionario, sia per i casi in cui gli indici ESG concordano sia per quelli in cui non lo

sono. Visti questi risultati è evidente la necessità di una definizione più precisa dei benchmark di investimento ESG. Vale a dire, la creazione di una road-map per l'adozione di pratiche e regole comuni nella rendicontazione degli indicatori sostenibili dovrebbe essere presa in considerazione da decisori politici e regolatori.

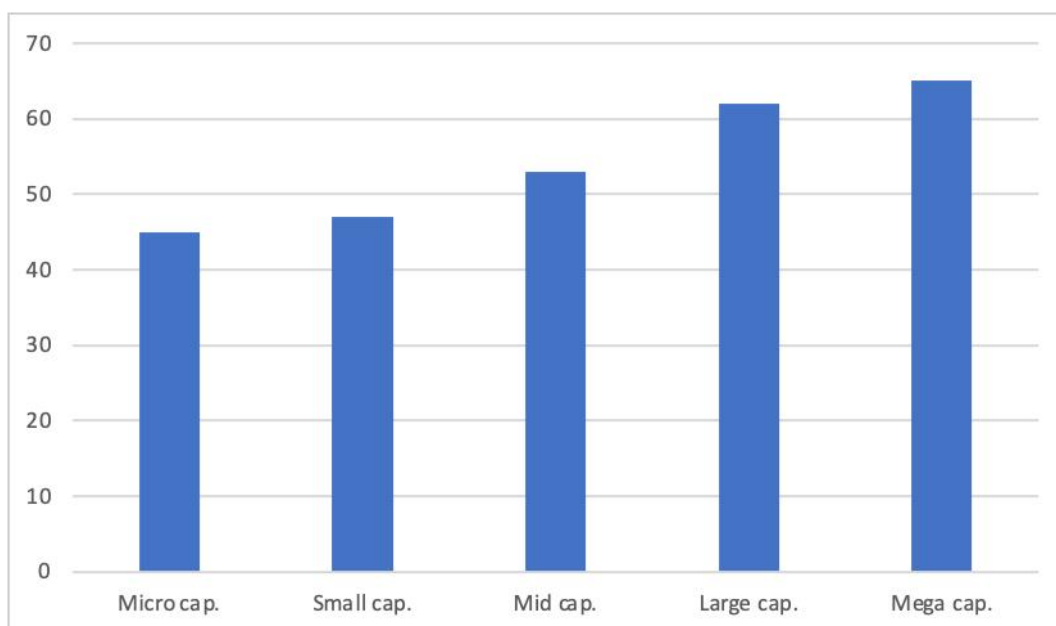
Un altro studio che va nella direzione di analizzare le criticità nella misurazione degli score di performance ESG e in generale nei confronti dei rating di sostenibilità è dell'American Council for Capital Formation, con il report "Ratings that don't rate: The subjective world of ESG rating agencies (2018)"²¹, scritto da T. M. Doyle. Esso infatti sottolinea considerevoli disparità nell'accuratezza e valutazione dei rating ESG assegnati alle imprese, per ragioni quali: quantità limitata delle divulgazioni da parte delle imprese in materia ESG e mancanza di una standardizzazione; bias di dimensione delle società; bias geografici; bias di settore; inconsistenza tra le agenzie di rating ed incapacità nell'identificazione dei rischi. Come constatato anche nella precedente analisi "inside the ESG ratings" le discrepanze nascono dal fatto che non esistono ancora regole standardizzate per le comunicazioni ambientali e sociali da parte delle società, né esiste un processo di verifica su ciò che viene evidenziato. Secondo l'autore dell'articolo T. M. Doyle, i sistemi di rating ESG gratificano le aziende su cui si hanno maggiori informazioni,

²¹ Doyle, T. M. (2018), "Ratings that don't rate: the subjective world of ESG ratings agencies"

ed è possibile che le aziende con pratiche ESG storicamente deboli, ma con una solida divulgazione, ottengano un punteggio in linea o addirittura maggior di quello dei concorrenti, nonostante abbiano un rischio ESG complessivo più elevato. Nell'analisi viene segnalato come esempio il rating ESG sulla compagnia Goodyear Tire & Rubber, dato da Sustainalytics, con un punteggio di 68 che risulta di 15 punti superiore rispetto alla media dei competitor dell'industria di riferimento, anche se l'azienda negli anni scorsi è stata al centro di controversie dal punto di vista ESG, ricevendo multe dall'Agenzia americana per la sicurezza e salute sul lavoro (OSHA), ed un contezioso nel 2015 per profitti illeciti legati alla corruzione con una multa di 16 milioni di dollari. Nonostante questi problemi suggeriscono potenziali carenze l'azienda riceve rating ESG migliori della media come risultato divulgazione completa. Gli approcci *one size-fits* (valutazioni uniche applicato indistintamente a tutte le società) di valutazione ESG delle agenzie di rating, hanno creato secondo l'autore dei bias che hanno avvantaggiato multinazionali e società di grandi dimensioni, in quanto si tende ad ignorare le differenze specifiche tra aziende e tra industrie. Questa tendenza delle grandi società ad ottenere giudizi migliori rispetto alle società di dimensioni più piccole è detta bias dimensionale, ed è il primo bias che viene sottolineato in questo articolo. La ricerca analizza circa 4.000 rating forniti da Sustainalytics, osservando che effettivamente il punteggio ricevuto dalle grandi società è migliore di quello di aziende più piccole, tuttavia ci si domanda se questo risultato sia dovuto effettivamente alle migliori performance

dal punto di vista della sostenibilità, oppure se sia dettato dalla capacità di destinare maggiori risorse alla divulgazione dei risultati di Corporate Social Responsibility.

Tab 3.13: Rating ESG medio per dimensione societaria

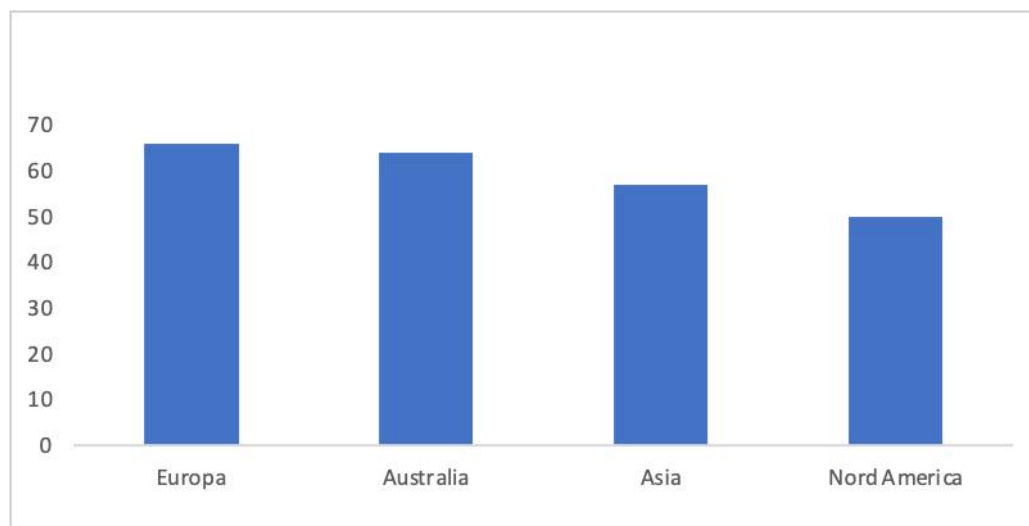


Fonte: Doyle, T. M. (2018), "Ratings that don't rate: the subjective world of ESG ratings agencies" pag. 10

L'autore prende come esempio il Bristol-MyersSquibb Company, una società multinazionale farmaceutica con 83 miliardi di dollari di capitalizzazione di mercato, che ha ottenuto tramite Sustainalytics un punteggio di valutazione di 73, 20 punti migliore rispetto alla media del settore sanitario e 25 punti al di sopra della media complessiva di Sustainalytics. Nonostante le ambiziose aspirazioni ESG, e i

corrispondenti alti rating ESG, la società è stata legata a recenti controversie di alto profilo tra cui test sperimentali discutibili e violazioni di leggi sulla corruzione. Come discusso in precedenza, questi sono i tipi di fattori che dovrebbero avere un sostanziale impatto al ribasso sui rating ESG, ma in questo caso, sembra esserci poca correlazione. L'autore ha anche esaminato anche un'altra azienda la Phibro Animal Health, azienda farmaceutica di piccole dimensioni che opera con una mission aziendale totalmente rivolta alla sostenibilità dei prodotti, da iniziative rivolte alla sensibilizzazione dei clienti sulle questioni legate alla salute degli animali e problemi legati all'utilizzo imprudente di antibiotici. Nonostante questi aspetti positivi ha ottenuto un rating di sostenibilità di 46, che è 3 punti peggio rispetto alla media del settore sanitario e 8 punti al di sotto la media complessiva di Sustainalytics. L'autore Doyle conclude dicendo che, il confronto di queste due aziende mostra come i sistemi di rating ESG a volte lavorano in contraddizione con il loro scopo originario di fornire valutazioni accurate di rischio e opportunità, premiando le aziende più grandi che hanno la capacità di preparare e pubblicare migliori informazioni annuali in materia ESG, e penalizzando allo stesso tempo tutte le società più piccole che vi possono dedicare meno risorse.

Tab 3.14: Rating ESG medio per area geografica



Fonte: Doyle, T. M. (2018), "Ratings that don't rate: the subjective world of ESG ratings agencies" pag. 10.

Altro bias che viene analizzato è quello grafico, confrontare i rating ESG tra le aree geografiche non è un facile compito, soprattutto in un mercato globale. L'autore fa riferimento ai risultati della sua analisi nella tabella 3.14, che mostrano le differenze tra le valutazioni tra società situate in Europa e società situate in altri paesi, in particolar modo si può notare come quelle situate in Europa ottengano in media punteggi di sostenibilità più alti rispetto alle altre. Per supportare la sua tesi, l'autore porta un confronto fra due società operanti nel settore dell'automobile: Tesla per quanto riguarda il mercato americano e BMW per il mercato europeo. Il rating ESG assegnato a BMW è di 73, collocandola al 93esimo percentile, mentre il rating

assegnato a Tesla è di 54, collocandola al 38esimo percentile. Tuttavia, i punteggi sembrano non rispecchiare la storia recente delle due società, in quanto BMW è stata al centro dello scandalo sulle manipolazioni dei risultati relativi alle emissioni di CO2 delle automobili, assieme a Audi, Porsche, Volkswagen e Daimler, mentre Tesla può essere considerato un leader nello sviluppo di tecnologie alternative ai combustibili fossili. Questo netto contrasto tra il punteggio di Tesla e i punteggi dei produttori europei caratterizza la mancanza di obiettività in questi rating. Nonostante la miriade di violazioni ambientali ed etiche commesse da BMW e da altre case automobilistiche europee, questo confronto chiarisce che il punteggio è più un riflesso della quantità di informazioni divulgate rispetto all'adesione di un'azienda alle pratiche ESG. La misura in cui i requisiti di informativa geografica tengono conto nei rating ESG distorce efficacemente la capacità di un investitore di comprendere il vero impegno di un'azienda nei confronti delle pratiche ESG.

Per quanto riguarda il *bias di settore* le agenzie di rating affermano di normalizzare le valutazioni per settore. Tuttavia, il più delle volte, le agenzie assegnano pesi E, S e G alle aziende senza tener conto dei rischi specifici dell'azienda. Ciò può comportare una valutazione parziale per un'azienda basata sulla loro settore, in contrapposizione ai rischi specifici dell'azienda. Siamo d'accordo sull'importanza di standardizzare le informative e le metriche all'interno un'industria, soprattutto considerando come la materialità cambia da parte dell'industria, ma la

standardizzazione della ponderazione dell'industria può valutazioni distorsive e fuorviare gli investitori.

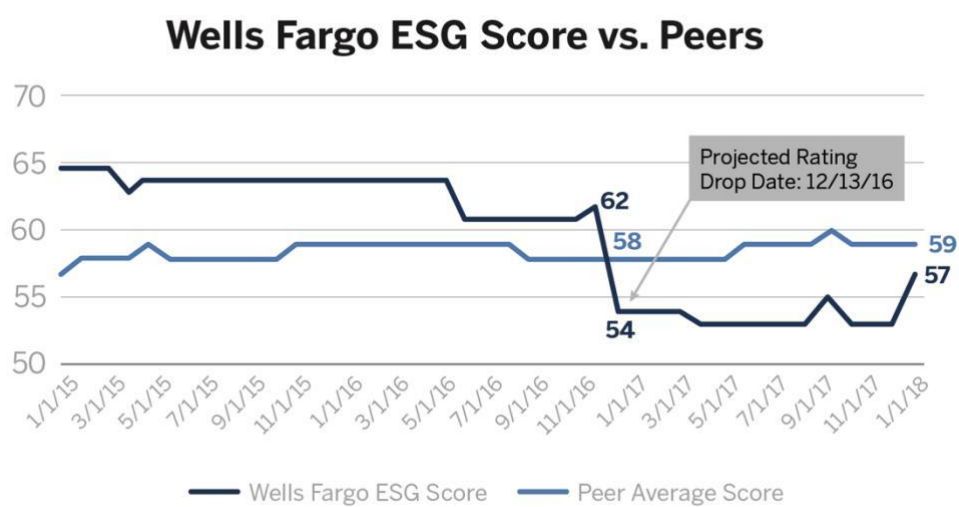
Un altro problema che viene analizzato dall'autore è quello dell'*inconsistenza*, ovvero della difficoltà di comparazione dei rating creati da agenzie diverse, a causa di eterogeneità nei criteri, misurazioni e scale di rating utilizzate, può essere problematica sia per gli investitori che per le aziende che lavorano per migliorarle. Siamo giunti alla conclusione che, sebbene nel corso del tempo le agenzie hanno affinato i processi di valutazione e aumentato il numero di criteri ambientali, sociali e di governance da tenere in considerazione, permane una differenza nelle valutazioni. Nonostante queste apparenti carenze, molte grandi istituzioni utilizzano comunque i sistemi di valutazione per selezionare o escludere investimenti e nella creazione di fondi comuni di investimento incentrati sui criteri ESG. Un esempio di incoerenza nei rating può essere trovato in una delle più grandi banche del mondo. Bank of America (BofA) ha infatti una quantità significativa di esposizione ai rischi ESG, in particolare quelli che coinvolgono l'etica aziendale. L'azienda affronta esposizione a contenziosi, sensibilità sui titoli garantiti da ipoteca e uno scandalo di prestiti politici che coinvolgono Countrywide Financial. Questi problemi, sebbene catturati sia da RepRisk che da Sustainalytics, alla fine hanno portato le agenzie a produrre valutazioni contrastanti. Anche se entrambe le agenzie hanno preso in considerazione molti degli stessi problemi che BofA deve

affrontare nelle loro valutazioni, i punteggi finali lo sono drammaticamente diverso a causa delle incongruenze nel modo in cui i fornitori di rating hanno interpretato questi problemi. Senza un sistema di rating standardizzato e completo, tali incoerenze espongono ingiustamente gli investitori al rischio e mettono in dubbio il legittimità complessiva del punteggio di una società.

Riguardo l'incapacità di identificazione dei rischi associati ai fattori ESG, Doyle parla di un'incapacità dei rating ESG di funzionare come segnali di avvertimento per gli investitori di società che presentano gravi problemi di cattiva gestione. A supporto introduce l'esempio dello scandalo Wells Fargo del Settembre 2016, quando le autorità statunitensi annunciarono che alcuni dipendenti della multinazionale finanziaria aprirono in segreto un milione e mezzo di conti bancari fantasma e carte di credito, in modo da migliorare i numeri delle vendite; vicenda per la quale la banca licenziò più di 5.000 dipendenti e fu soggetta a multe per 185 milioni di dollari. Tuttavia, evidenzia Doyle, nonostante i fallimenti dei sistemi interni nello scoprire e rimediare alle azioni fraudolente dei suoi dipendenti, nei cinque anni precedenti Wells Fargo ha ottenuto un punteggio ESG superiore di 10 punti rispetto ai suoi concorrenti; anche dopo che la valutazione è stata rivista al ribasso in seguito allo scandalo, la valutazione è rimasta sorprendentemente alta, solo alcuni punti della media dei pari. Dal punto di vista economico però, si stima che la vicenda sia costata agli investitori 100 miliardi di dollari di capitalizzazione

di mercato. L'andamento del rating negli anni della vicenda è riassunto dalla seguente tabella.

Tab 3.15: Andamento rating negli anni Wells Fargo ESG score vs. Peers



Fonte: Doyle, T. M. (2018), “Ratings that don't rate: the subjective world of ESG ratings agencies” pag. 15.

Conclusioni

Questo elaborato si è focalizzato sullo studio dei criteri ESG partendo dall'analisi dei *Socially Responsible Investment* (SRI) e del quadro normativo recente, al fine di promuovere e supportare la transizione verso un modello economico circolare. Le aziende sono chiamate a modificare il loro modo di fare business, integrando all'interno delle proprie strategie nuove concezioni di guadagno e sistemi di produzione. Tutto questo anche grazie l'attuazione dell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e dell'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite. Per raggiungere questi obiettivi si deve avere l'affermazione definitiva delle tematiche ESG nell'ambiente economico e finanziario. Risulta fondamentale, quindi, l'introduzione di una metodologia comune di valutazione delle imprese dal punto di vista della sostenibilità, in tal modo gli investitori avrebbero a disposizione un metro di giudizio omogeneo per la valutazione dei propri investimenti. I criteri ESG sono e saranno lo spartiacque della finanza sostenibile: le aziende dovranno creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che possono generare un plusvalore economico e siano, al contempo, utili alla società e tutelino il sistema ambientale. L'obiettivo della sostenibilità deve essere anzitutto sostenuto da un sistema finanziario che promuova la crescita in modo sostenibile a lungo termine e istituzioni e banche hanno un ruolo fondamentale nella transizione verso la tanta acclamata *green economy*. I criteri ESG risultano esser divenuti il

nuovo parametro di giudizio sulla capacità di adattamento di un'impresa. Sebbene sia difficile valutare gli impatti di lungo termine dell'attuale crisi, cambiamento e tempi incerti costituiscono senza dubbio una minaccia; la soluzione è considerare tale minaccia come opportunità di ripartenza e l'attuale fase storica sembra essere il momento migliore per l'attuazione di una svolta green. Ci siamo poi focalizzati sulle criticità e sulle divergenze dei rating ESG utilizzati da importanti agenzie ed è stato dimostrato grazie al lavoro "Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance" e al report "Ratings that don't rate: The subjective world of ESG rating agencies" che manca una definizione comune delle caratteristiche, degli attributi e degli standard nella definizione delle componenti ESG. Sono state fornite prove che l'eterogeneità nei criteri di valutazione può portare le agenzie ad avere opinioni opposte sulle stesse società valutate e che l'accordo tra quei fornitori è sostanzialmente basso, tutto ciò a discapito di investitori che si trovano con un quadro della situazione distorto e non conforme alla realtà. Sarebbe, quindi, utile effettuare un'analisi specifica sulla materialità dei criteri ESG, evidenziando quali, tra le diverse metodologie di rating, siano maggiormente in linea con la promozione degli obiettivi della finanza sostenibile. Sarebbe interessante approfondire, per eventuali ricerche future, la tematica relativa alla prossima approvazione della tassonomia UE e la sua applicazione ai rating ESG. L'iniziativa dell'Unione potrebbe sancire un punto di svolta per il settore, risolvendo alcune delle problematiche che ad oggi non lo rendono pienamente efficiente.

Bibliografia

Elena, E. O., Maria, A. F., Idoya, F. F., Juana, M. R., Miria, J. M., (2019). Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, 11, 915 pp.

Gro Harlem, B., Rapporto Brundtland, "Our common future" 1987

John. E., "Cannibals with forks :the triple bottom line of 21st century business", 1999

Michele, C., Giampietro, V., Federica, S., "Sostenibilità e rischio greenwashing: guida all'integrazione degli strumenti di comunicazione ambientale" Webster, Padova, 2012, 221 pp.

Monica, B., Michele, C., Iva, H., Carmelo, L., "Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and Performance", 23 may 2022

Robert, E., Stefano, G., Bryan T., K, Heebum, L., Johannes, S., (2019). "Hedging climate change news". Tech. rep., National Bureau of Economic Research

Sarah Elena, W., (2011), “Assessing corporate sustainability through ratings: Challenges and their causes”. *Journal of Environmental Sustainability*

Sebastian, U., (2017) “Corporate scandals and the reliability of ESG assessments: Evidence from an international sample”. *Review of Managerial Science*, 13, 483–511

Timothy, M. D., (2018), “Ratings that don't rate: the subjective world of ESG ratings agencies” *American council for capital formation*

Sitografia

Cfr. Banca d'Italia, Comunicato stampa del 15 maggio 2019: “La Banca d'Italia dà valore alla sostenibilità negli investimenti finanziari”

<https://www.bancaditalia.it/media/comunicati/documenti/2019-01/cs-20190515-esg.pdf>

Communication from the commission, “Action plan: financing sustainable growth”, 08/03/2018

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52018DC0097>

Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio, 18/06/2020

eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32020R0852#d1e1342-13-1

Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio, 27/11/2019, “informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari”

eurlex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R2088&from=t

DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on
Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937

https://ec.europa.eu/info/publications/proposal-directive-corporate-sustainable-due-diligence-and-annex_it

Finanza sostenibile, gli standard UE contro il greenwashing, Milena Prisco

<https://mydesk24.ilsole24ore.com/crui?iddoc=38639717#/showdoc/38639717/greenwashing?ref=pullsearch>

MSCI ESG Ratings Methodology, April 2022, pag. 16

<https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/ESG-Ratings-Methodology-Exec-Summary.pdf>

Morningstar Sustainability Rating Methodology, November 2021, pag 10

https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/SustainabilityRatingMethodology_2021.pdf

Environmental, Social and Governance Scores from Refinitiv, May 2022

https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

