



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

---

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche e Finanziarie

**FINANZA SOSTENIBILE E MISURAZIONE DELLA  
SOSTENIBILITÀ AZIENDALE: DALL'APPROCCIO  
BOTTOM-UP A QUELLO TOP-DOWN**

**SUSTAINABLE FINANCE AND CORPORATE  
SUSTAINABILITY MEASUREMENT: FROM BOTTOM-UP  
TO TOP-DOWN APPROACH**

Relatore: Chiar.ma  
Prof.ssa Caterina Lucarelli  
Correlatore:  
Dott.ssa Michela Rancan

Tesi di Laurea di:  
Giacomo Ferrante

Anno Accademico 2020 – 2021

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>CAPITOLO I</b> .....	<b>7</b>
<b>GREEN FINANCE: IL CATALIZZATORE DELLA TRANSIZIONE ECOLOGICA</b> .....	<b>7</b>
I.1. Green finance e finanza sostenibile .....	10
I.1.1. Alle origini del fenomeno: i pionieri della finanza sostenibile .....	14
I.1.2. Allocazione responsabile delle risorse: i Social Responsible Investments.....	17
I.2. Crisi climatica e transizione ecologica: il punto della situazione .....	22
I.2.1 Agenda e impegni climatici internazionali, regolamentazione .....	23
I.2.2. Il ruolo delle entità pubbliche nel contrasto alla crisi climatica .....	29
I.3. Crisi climatica e pandemia da Covid-19 .....	38
<b>CAPITOLO II</b> .....	<b>40</b>
<b>MISURAZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ AZIENDALE</b> .....	<b>40</b>
II.1. I dati disponibili.....	40
II.1.1. L’informativa in ambito ESG .....	41
II.1.2. Obblighi regolamentari di disclosure ESG in Europa: la Non-Financial Reporting Directive .....	48
II.1.3. Gli attori dell’informativa ESG .....	52
II.2. Misurazione della sostenibilità aziendale: problematiche e questioni dell’approccio bottom-up .....	59
II.2.1. Agenzie di rating come standard-setter della sostenibilità .....	61
II.2.2. Il ruolo della standardizzazione: oggetti e metriche d’indagine .....	63
II.2.3. Metodologia di valutazione: tra approccio percentilico e definizione di standard assoluti di performance .....	66

<b>CAPITOLO III</b> .....	<b>70</b>
LA TASSONOMIA EUROPEA SUGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI .....	70
III.1. L’approccio top-down nella valutazione della sostenibilità.....	72
III.2. La Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili.....	74
III.2.1. Definizione e contesto normativo.....	76
III.2.2. Destinatari e modalità applicative .....	85
III.2.3. Limiti e prospettive di sviluppo futuro.....	91
<b>CAPITOLO IV</b> .....	<b>102</b>
ESG SCORE DELLE AZIENDE ITALIANE QUOTATE .....	102
IV.1. Il database di riferimento: la piattaforma Refinitiv Eikon.....	102
IV.1.1. La sezione ESG .....	103
IV.1.2. Metodologia di valutazione.....	112
IV.2. I dati .....	114
IV.2.1. Selezione del campione e delle variabili.....	115
IV.2.2. Statistiche descrittive .....	116
IV.2.3. Risultati e limitazioni .....	126
<b>CONCLUSIONE</b> .....	<b>135</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>138</b>

## INTRODUZIONE

L'Umanità intera sta attraversando una delicatissima fase della propria esistenza sulla Terra, gravemente minacciata da una delle crisi ambientali potenzialmente più disastrose, quella climatica, le cui cause principali risalgono direttamente all'attività dell'Uomo stesso. Il rapido progresso e sviluppo tecnologico, avviato a partire dalla fine del XIX secolo e che prosegue la propria corsa galoppante ancora oggi, ha portato a radicali cambiamenti negli schemi economico-produttivi e negli stili di vita della civiltà Occidentale, ponendo allo stesso tempo le basi per una delle più imponenti crisi che la specie umana abbia mai conosciuto. L'incombente crisi climatica è ormai un fatto noto e dimostrato scientificamente, che ha iniziato a mostrare il proprio potenziale distruttivo solo recentemente, creando danni dalla portata sempre maggiore e destinata a crescere nel prossimo futuro.

La presente trattazione intende dunque affrontare questa tematica, concentrandosi sul ruolo giocato in questo contesto dal mondo della finanza: si indagherà dunque sull'ampio tema della finanza sostenibile e su come e in che misura questa sia in grado di dare il proprio contributo alla causa climatica. In particolare, la finanza green rappresenta un tassello fondamentale per la canalizzazione di capitali verso attività economiche realmente sostenibili e in linea con gli obiettivi climatici e ambientali, nell'ottica della realizzazione dell'urgente transizione ecologica globale dei sistemi produttivi e dalla società nel suo complesso.

L'Umanità deve necessariamente agire al più presto per cercare di ridurre il proprio impatto sull'innalzamento delle temperature globali e allo stesso tempo trovare nuove soluzioni per mitigare gli effetti più distruttivi ormai inevitabili che colpiranno il nostro Pianeta. Fortunatamente, la società moderna si sta dimostrando sempre più sensibile alle tematiche inerenti alla salvaguardia ambientale e i governi delle nazioni di tutto il mondo hanno iniziato a prendere in considerazione più seriamente la questione, con interventi sempre più concreti e sostanziosi in favore della causa.

Nello specifico, il Capitolo I si occuperà di delineare quelle che sono le origini, le sfumature, le caratteristiche e le modalità operative della Finanza Sostenibile. Verrà poi fatto il punto della situazione sulla crisi climatica nel complesso e come i Paesi di tutto il mondo stanno collaborando per affrontare questa crisi, con una rassegna dei più importanti accordi internazionali per il clima stipulati fino ad oggi, per arrivare infine ai principali interventi adottati dalle istituzioni dell'Unione Europea per la riduzione delle emissioni carboniche e l'attuazione del progetto di riconversione ecologica del Vecchio Continente. Nel Capitolo II si affronterà invece la complessa questione dell'informativa di carattere non finanziario, ovvero quella relativa alla sostenibilità nel senso più ampio del termine, con un focus sulle regolamentazioni e sugli obblighi di disclosure non finanziaria attualmente vigenti in Europa per le imprese e gli operatori dei mercati finanziari. Verrà poi sviscerato il complesso tema della misurazione della sostenibilità aziendale, analizzando

quelle che sono le problematiche che riguardano i metodi di valutazione e i giudizi di rating di sostenibilità delle agenzie di rating private. Nel Capitolo III verrà presentata la nuova regolamentazione Europea che sta rivoluzionando profondamente il mondo della finanza sostenibile. Si parla nello specifico della Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili, ovvero un sistema di classificazione delle attività economiche che possono essere etichettate come sostenibili rispetto a precisi criteri tecnici di screening e obiettivi ambientali delineati a priori dalla regolamentazione. Lo scopo di tale normativa europea è quello di eliminare definitivamente ogni dubbio su cosa possa essere definito investimento sostenibile e di definire con chiarezza secondo quali metriche deve essere effettuata tale valutazione. Attraverso questa nuova regolamentazione, l'Unione Europea intende dare una svolta al settore della finanza sostenibile, ancora privo di norme e regole precise che disciplinino in modo chiaro ed univoco la materia, creando gli strumenti affinché tale ramo della finanza possa esprimere tutto il proprio potenziale nel contesto della lotta ai cambiamenti climatici. Favorendo in questo modo l'afflusso di capitali verso progetti e opportunità d'investimento realmente green, l'Unione Europea punta così ad accelerare i tempi di realizzazione dell'ambizioso progetto di riconversione ecologica dell'Europa. Il IV ed ultimo Capitolo contiene infine un piccolo studio che consiste in un'analisi di dati di natura non finanziaria forniti dalla piattaforma Eikon di Refinitiv, un importante provider dati e rater attivo anche nel settore dell'informativa e del rating ESG. Questa analisi

avrà dunque come oggetto principale i dati relativi alle performance di sostenibilità registrate dalle aziende italiane quotate in Borsa e avrà lo scopo di indagare in merito alla disponibilità di dati ESG negli ultimi dieci anni. Inoltre verranno messe a confronto le performance di sostenibilità tra aziende “eligible” e “non-eligible”, secondo i criteri di selezione della Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili di cui si parlerà ampiamente nel capitolo III.

La sostenibilità è ormai una priorità assoluta e i mercati finanziari di tutto il mondo si stanno dirigendo sempre di più verso questa nuova direzione. Quella climatica è una crisi globale, figlia del progresso sfrenato alimentato da energie inquinanti e aggravata dalla massiccia presenza dell’Uomo sulla Terra. Ogni settore produttivo, ogni Paese fino ad ogni singolo individuo dovrebbero contribuire quanto più possibile alla causa climatica, attraverso il proprio modo di fare business, con politiche più attente alla sostenibilità ambientale e acquisendo abitudini di vita e consumo più sostenibili, affinché le future generazioni possano continuare a vivere in modo dignitoso sulla nostra unica e meravigliosa casa, la Terra.

**CAPITOLO I**  
**GREEN FINANCE: IL CATALIZZATORE DELLA TRANSIZIONE**  
**ECOLOGICA**

A partire dalla fine del XVIII secolo, la storia della specie umana ha intrapreso, quasi inconsapevolmente, un sentiero che l'avrebbe portata, in tempi incredibilmente brevi, ad un livello di progresso inimmaginabile. Basti pensare che nel giro di soli duecento anni l'uomo è passato dal realizzare la prima macchina a vapore, perfezionata da Watt tra il 1763 e il 1775, a viaggiare nello Spazio, con i primi passi sulla Luna compiuti dagli astronauti Neil Armstrong e Buzz Aldrin il 20 Luglio 1969.

Le rivoluzioni industriali dell'Ottocento e l'avvento del Capitalismo rappresentano senza dubbio un punto di svolta per l'Umanità. La combinazione tra il rapido progresso tecnico-scientifico e il neonato sistema economico-produttivo capitalista dà il via ad un repentino processo di mutazione della società in ogni suo aspetto. L'Era Industriale stravolge completamente gli schemi economici, produttivi e sociali della società Occidentale dell'epoca, agendo sulla leva più potente di tutte: l'energia. Se fino a qualche tempo prima il lavoro dell'uomo costituiva il motore principale di ogni attività produttiva, unitamente ad un rudimentale e modesto sfruttamento dell'energia naturale, l'epoca industriale vede come protagonista indiscussa l'energia prodotta a partire dalla combustione di materiale fossile.

L'Uomo ebbe dunque accesso ad una fonte di energia molto più potente della semplice forza lavoro umana e di cui aveva pieno controllo e libertà di utilizzo, a differenza delle incostanti fonti naturali. Con l'avvento dell'elettricità, anch'essa prodotta per la maggior parte da fonti di natura fossile, le possibilità di impiego e fruizione dell'energia diventano infinite e la società si evolve e si plasma in funzione di essa. Nel Novecento il sistema economico-produttivo capitalistico è ormai definitivamente consolidato presso i Paesi Occidentali. Tale sistema, improntato alla produzione di massa industrializzata, trovò terreno fertile nell'aumento esponenziale della popolazione, la cosiddetta transizione demografica, dovuta a sua volta alla diminuzione della mortalità per effetto del progresso in ambito medico e del miglioramento delle condizioni igienico-sanitarie delle città<sup>1</sup>. Il tutto alimentato da un'energia derivante da combustibili fossili, economica e di facile reperimento e gestione ma altamente inquinante a causa dei gas sprigionati durante la combustione, ignorando completamente i potenziali effetti dannosi di lungo periodo per l'ecosistema terrestre (e di riflesso anche per l'Uomo). In Italia l'inquinamento urbano viene addirittura esaltato nel "Manifesto del Futurismo" in quanto simbolo esaltante del progresso moderno e della sua nuova bellezza. Tale sistema economico richiede un fabbisogno energetico sempre maggiore per il perseguimento dell'obiettivo di crescita perpetua e senza limiti

---

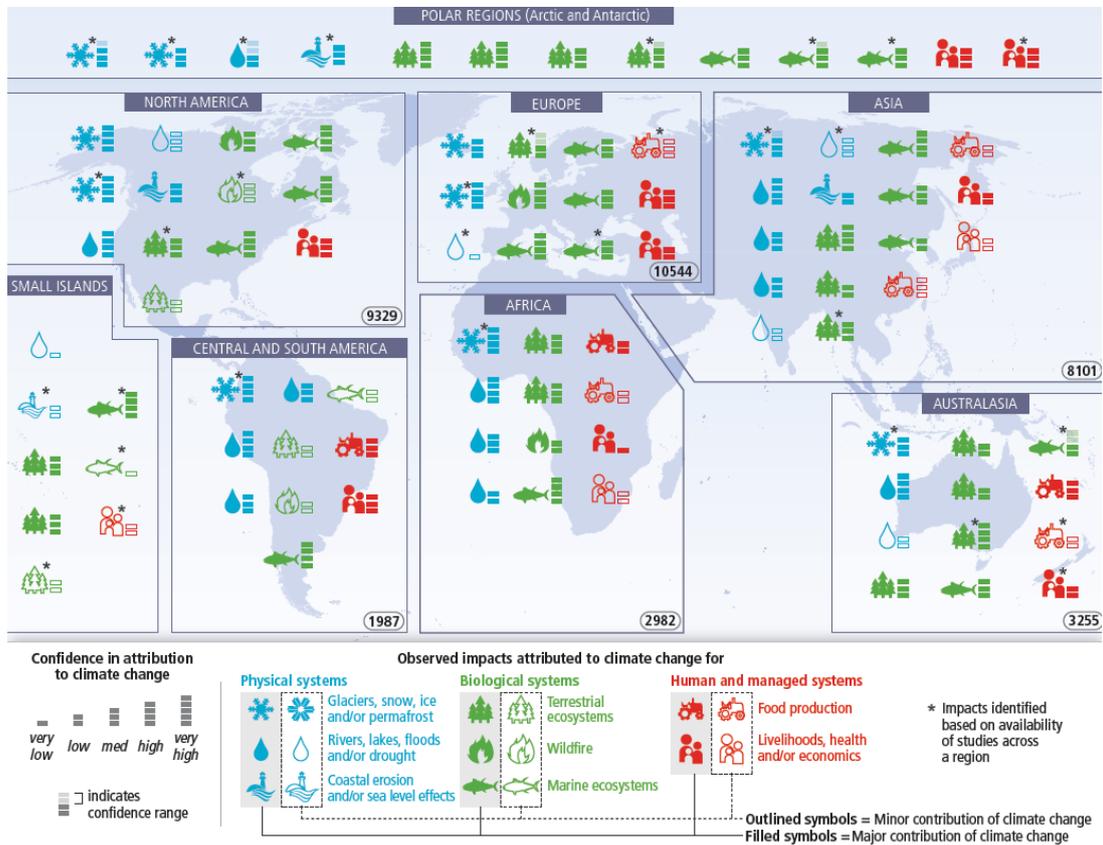
<sup>1</sup> LEE R., "The Demographic Transition: Three Centuries of Fundamental Change", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 17, Number 4, (2003).

intrinseco al sistema capitalistico stesso e nel giro di qualche decennio la società occidentale diventa completamente ed irreparabilmente dipendente dall'energia, principalmente derivante da fonti fossili, necessaria per soddisfare tale fabbisogno. Senza energia, che sia in forma di carburante, gas o elettricità, i Paesi cosiddetti "sviluppati" collasserebbero come un castello di carte in una giornata ventosa.

Purtroppo però, solo recentemente, a partire dalla fine del XX secolo, la comunità scientifica ha iniziato a comprendere i danni che questo sistema economico e sociale, ormai consolidato e alimentato da energie "inquinanti" in via diretta e indiretta, stava procurando al nostro Pianeta, arrivando ad affermare a gran voce la necessità di un drastico cambio di rotta verso una maggiore sostenibilità e una progressiva riduzione della dipendenza da energia di origine fossile.

La crisi climatica è in atto e il riscaldamento globale è ormai una realtà scientificamente dimostrata, i cui effetti hanno iniziato a mostrarsi in tutta la loro potenza distruttiva solo di recente, minacciando gravemente il futuro delle prossime generazioni. In questo senso, risulta esplicitiva la mappa globale degli impatti dei cambiamenti climatici (fig. I.1), tratta dal più recente Assessment Report sui cambiamenti climatici dell'IPCC, pubblicato nel 2014.

**Figura I.1. Mappa globale degli impatti attribuiti ai cambiamenti climatici**



Fonte: IPCC, Fifth Assessment Report on Climate change, 2014

Ora più che mai sono necessari interventi tanto radicali quanto repentini in ogni settore, compreso quello finanziario.

### **I.1. Green finance e finanza sostenibile**

Negli anni recenti, il dibattito pubblico sull'emergenza climatica si è fatto sempre più acceso, con una crescente consapevolezza da parte della società civile, in particolar modo rappresentata dalle nuove generazioni, ovvero quelle che saranno

maggiormente colpite nel prossimo futuro dalle conseguenze più concrete e disastrose dei cambiamenti climatici.

Secondo il “*Global Risk Report 2020*” del World Economic Forum, i rischi di natura ambientale esauriscono interamente la top 5 in termini di probabilità di avvenimento, seguiti immediatamente da rischi legati a frode di dati e cyberattacchi e dominano la top 4 in termini di impatto dei danni potenzialmente derivanti, insieme al rischio legato alle armi di distruzione di massa. Con l’avvento della pandemia da Covid-19 la mappa dei rischi globali ha subito una lieve trasformazione, come è possibile evincere dalla più recente edizione dello stesso report del World Economic Forum, pubblicato a fine Gennaio 2021. Tuttavia non è stata messa per nulla in discussione la rilevanza dei rischi di natura ambientale, sia in termini di probabilità che di impatto, che conferma il trend ascendente nella classifica mondiale dei rischi già in atto dal 2017 (fig. I.2). Tali rischi sono strettamente connessi e correlati agli sviluppi della crisi climatica in atto e il loro posizionamento nelle classifiche dei report citati sono un’ulteriore conferma dell’attualità e della pericolosità di tale crisi, che deve essere necessariamente affrontata con urgenza.

**Figura I.2. Panoramica dell'evoluzione dei rischi mondiali per probabilità e per impatto dal 2017 al 2021**



Fonte: World Economic Forum Global Risk Perception Survey, 2020

Da qualche anno a questa parte, anche il mondo della finanza si sta muovendo per dare il proprio contributo per uno sviluppo più sostenibile e funzionale ad una riconversione ecologica della società e dei sistemi produttivi. La tematica degli investimenti sostenibili infatti rappresenta uno degli argomenti di discussione e studio più caldi del momento nel mondo della finanza.

Si parla nello specifico di 'Finanza Sostenibile' come di quel ramo della finanza tradizionale nel quale le scelte di investimento vengono effettuate anche sulla base

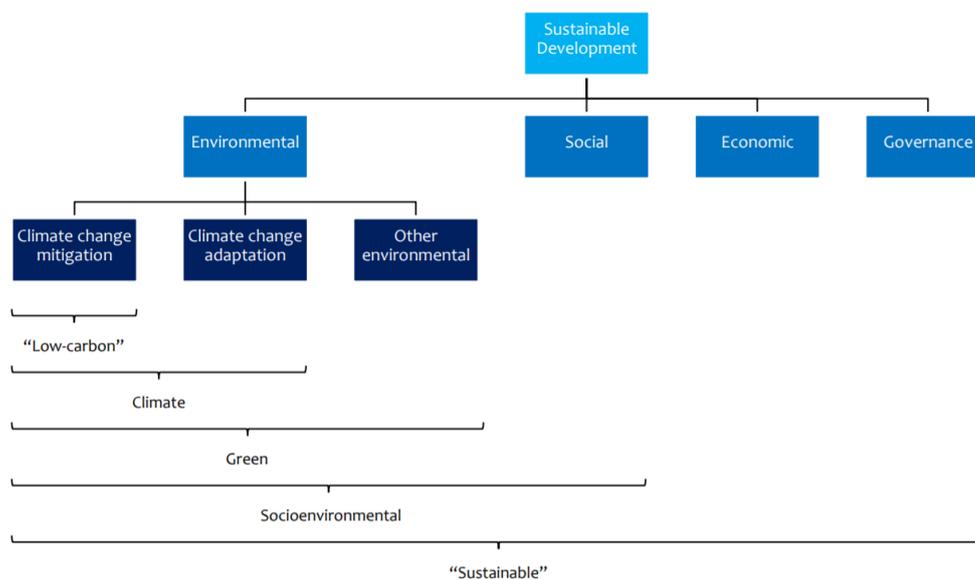
di considerazioni di carattere ambientale, sociale e di governo societario<sup>2</sup>, oltre che rispetto alla tradizionale valutazione del rapporto rendimento-rischio. All'interno di questo ampio comparto è possibile poi individuare una branca con un focus d'investimento ancora più specifico: la Green Finance. In questo ramo della finanza sostenibile, le scelte d'investimento vengono ponderate rispetto ad uno specifico aspetto della sostenibilità, quello ambientale. Secondo differenti modalità che verranno illustrate in seguito, gli operatori della Green Finance individuano e selezionano opportunità di investimento che, oltre a garantire un adeguato rapporto tra rendimento e rischio, soddisfino anche determinati criteri di carattere ambientale, indirizzando così i capitali a sostegno delle attività economiche più impegnate nell'ambito della salvaguardia e del rispetto ambientale, contribuendo dunque alla promozione e alla crescita di un sistema economico più ecosostenibile e pulito.

Si discuterà ampiamente nel seguente capitolo in merito alle difficoltà riguardanti l'individuazione e l'utilizzo dei criteri e delle definizioni che esprimano correttamente il concetto di sostenibilità.

---

<sup>2</sup> Anche note come valutazioni Environmental, Social e Governance, in breve ESG.

Figura I.3. Distinzione tra “green” e “sostenibile”



Fonte: UNEP Inquiry, 2016

### ***I.1.1. Alle origini del fenomeno: i pionieri della finanza sostenibile***

Nonostante il tema degli investimenti sostenibili sia salito alla ribalta solo negli ultimi anni, le sue radici hanno ben più antica origine. Le prime forme di investimento sostenibile possono essere ricondotte alle pratiche di alcuni gruppi religiosi. Fin dal XVIII secolo, correnti religiose come il protestantesimo ritenevano che investire in attività economiche che facevano uso di schiavi o collegate alla produzione e al commercio di armi, tabacco e alcolici o coinvolte nel gioco d'azzardo fosse incompatibile con la dottrina cristiana. Le prime testimonianze di investimenti con carattere di sostenibilità al di fuori del contesto religioso risalgono invece ai primi anni del Novecento. In particolare nel 1928 viene istituito il primo

fondo “etico” della storia, il “Pioneer Fund”, il quale propone prodotti finanziari che escludono l’industria delle armi, dell’alcool, del gioco d’azzardo e del tabacco<sup>3</sup>. Pochi anni più tardi, nel 1968, degli studenti dell’Università di Cornell, nei dintorni di New York, chiedono al Consiglio di Amministrazione dell’ateneo di escludere dal portafoglio d’investimento dell’università le aziende che lavorano con il regime dell’Apartheid in Sudafrica. Analoghe richieste vengono fatte da organizzazioni studentesche di vari atenei negli Stati Uniti nei confronti delle aziende direttamente o indirettamente coinvolte nella guerra nel Vietnam. Nel 1976 l’OCSE pubblica le prime linee guida di orientamento per le imprese multinazionali, nelle quali compare per la prima volta il concetto di responsabilità sociale delle imprese. Tale concetto, noto anche con la dicitura di “Corporate Social Responsibility” (CSR), rappresenta l’altra faccia della medaglia dell’investimento sostenibile. Se l’investimento sostenibile si realizza attraverso l’adozione di principi di sostenibilità all’interno del processo di valutazione e selezione delle opportunità d’investimento, la Corporate Social Responsibility implica l’adozione di tali principi nella definizione delle strategie aziendali e nella gestione ordinaria dell’attività d’impresa.

Il fenomeno degli investimenti sostenibili, anche conosciuti come Social Responsible Investments (SRI), si diffonde in Europa a partire dagli anni ‘80. In

---

<sup>3</sup> Si veda diffusamente: BONATI A., BONVAENTURA M., CAPELLI P., DAL SANTO A., GAMBA A., GRASSADONIA L., *“Investimenti ESG”*, CFA Society Italy, Cap. 1 di A. Gamba, Amundi, (2018).

Italia il primo fondo SRI viene costituito nel 1997 dalla società di gestione del risparmio del gruppo Sanpaolo IMI.

Un punto di svolta nella storia contemporanea dell'investimento responsabile può essere individuato nella nascita dell'organizzazione dei "Principles for Responsible Investment" (PRI). Fondata a partire dal 2005 dall'iniziativa dell'allora presidente dell'ONU Kofi Annan, il PRI consiste in un network internazionale di investitori patrocinato dall'ONU, il cui obiettivo è quello di studiare e comprendere le implicazioni della sostenibilità per gli investitori e sostenere i firmatari nel processo di integrazione di tali considerazioni all'interno delle loro attività di investimento<sup>4</sup>. Sono sei i principi cardine che guidano l'operato di questa organizzazione, i quali possono essere brevemente riassunti nei seguenti punti: integrare le tematiche ESG nell'analisi degli investimenti e nei processi decisionali; gestire in modo attivo gli asset di proprietà incorporando le questioni ESG nelle politiche e pratiche di gestione; puntare ad ottenere un'adeguata divulgazione sulle questioni ESG da parte delle entità in cui si decide di investire; promuovere l'accettazione e l'attuazione di tali principi all'interno del settore degli investimenti; collaborare per migliorare l'efficacia nell'attuazione di tali principi; produrre in modo costante una reportistica in merito alle attività e ai progressi compiuti nell'attuazione di tali principi. Nell'attuazione di tali principi, i firmatari ambiscono dunque a contribuire

---

<sup>4</sup> Si veda diffusamente: <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>

attivamente allo sviluppo di un sistema finanziario globale più sostenibile, oltre che ad impegnarsi in prima persona a compiere scelte d'investimento responsabili, basate su criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di governance.

Lanciato pubblicamente nell'Aprile 2006 alla Borsa di New York, il network dei PRI è stato subito accolto con grande entusiasmo da parte degli investitori di tutto il mondo. Da allora il numero dei firmatari è passato da 100 ad oltre 3.000. Il PRI rappresenta un importante punto di riferimento all'interno del mondo della finanza sostenibile, tanto che è stato nominato come presidente della Piattaforma Europea sulla Finanza Sostenibile<sup>5</sup> Nathan Fabian, firmatario nonché Chief Responsible Investment Officer dei PRI.

### ***1.1.2. Allocazione responsabile delle risorse: i Social Responsible Investments***

È stato fin qui introdotto a grandi linee che cosa si intende per investimento sostenibile e ne sono state delineate le origini storiche. Il concetto di sostenibilità si è evoluto nel tempo, andando ad includere sempre nuovi aspetti e acquisendo sempre più sfumature e peculiarità, procedendo di pari passo con le più recenti evidenze sociali e scientifiche su quali aspetti delle attività economico-produttive possono essere considerati sostenibili nel lungo termine. A livello generale però, la definizione di base rimane pressoché la stessa: per investimento sostenibile, anche

---

<sup>5</sup> L'organo di esperti incaricato dalla Commissione Europea con funzione di supporto nelle politiche europee sulla finanza sostenibile.

chiamato investimento responsabile (IR) o Social Responsible Investment (SRI), si intende un'allocazione di capitale effettuata incorporando fattori ambientali, sociali e di governance all'interno dei processi di valutazione e selezione delle opportunità di investimento, e che non si basa quindi esclusivamente su considerazioni di carattere finanziario<sup>6</sup>.

Così come è mutato nel tempo il concetto di sostenibilità, si sono evolute anche le modalità e le strategie di realizzazione degli investimenti sostenibili. La prima strategia di allocazione sostenibile storicamente adottata, nonché quella di più facile e immediata realizzazione, è quella della selezione negativa (o esclusione). Utilizzata sin dai tempi del primo fondo sostenibile della storia, il Pioneer Fund, tale strategia prevede l'esclusione dal fondo o dal portafoglio di specifici settori, aziende o aree operative ritenuti non sostenibili dal gestore del fondo sulla base di diversi criteri. Tipicamente vengono escluse le società attive nel settore delle armi, degli alcolici, del tabacco, del gioco d'azzardo, dell'intrattenimento per adulti, dell'energia nucleare e degli organismi geneticamente modificati. Per non escludere a priori dei settori specifici, si utilizza invece la strategia della selezione positiva (o "best-in-class"): adottando questo approccio si vanno a confrontare le varie aziende o progetti appartenenti a determinati settori e si seleziona l'opportunità d'investimento che si presenta come migliore (best-in-class appunto) rispetto a

---

<sup>6</sup> Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), (2019).

determinati criteri ESG scelti dal gestore del fondo. Vi è poi la strategia della selezione normativa, in cui vengono realizzati gli investimenti nelle aziende o negli enti che dimostrano di rispettare determinate normative internazionali, quali ad esempio le linee Guide a dell'OCSE sulle multinazionali o le Convenzioni dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro. Un'altra strategia di investimento sostenibile è quella degli investimenti tematici; i gestori che adottano tale strategia fanno confluire i propri capitali verso entità impegnate in temi o attività specificamente concentrati sulla sostenibilità quali ad esempio l'energia prodotta da fonti rinnovabili, la riduzione delle emissioni di gas serra, la gestione e il trattamento delle acque, le tecnologie e l'agricoltura sostenibile. Se si vuole agire dall'interno, a prescindere dall'attività svolta da una determinata azienda, i gestori potrebbero adottare la strategia del "Corporate Engagement" e dell'attivismo azionario. Con questa strategia si può andare ad agire nei confronti di aziende nelle quali si possiede già una quota di proprietà, attraverso l'utilizzo dei propri diritti di azionisti, con l'obiettivo di influenzare e modificare i comportamenti aziendali e spingendo la gestione verso una maggiore attenzione alla sostenibilità ambientale e sociale, instaurando un dialogo diretto con il management dell'azienda ed esercitando il diritto di voto. Da ultima è opportuno citare la strategia che prevede una sistematica integrazione dei fattori ESG all'interno dei processi valutativi e di analisi, magari attraverso appositi strumenti informatici e acquistando regolarmente

dati sulle le performance ESG delle aziende prodotti da agenzie specializzate nella fornitura di questo genere di informazioni, le cosiddette agenzie di rating ESG<sup>7</sup>. Possono quindi essere messe in atto strategie differenti per realizzare un investimento sostenibile, caratterizzate da differenti gradi di complessità di attuazione e potenziale d'impatto e che richiedono diverse quantità di risorse, sia in termini economici che di competenze necessarie per un'efficace implementazione. Per quanto riguarda i numeri, il mercato degli investimenti sostenibili denota un trend in forte crescita e destinato a proseguire nel tempo. Sono esemplari i recentissimi dati raccolti nel report 2020 della Global Sustainable Investment Alliance, in cui si evidenzia la forte crescita a livello internazionale degli asset dedicati ad investimenti sostenibili tra il 2014 e il 2020. Nel report viene inoltre specificato come il dato sul calo degli asset sostenibili in Europa nel biennio 2018-2020 (-13%) sia dovuto principalmente alle recentissime modifiche della legislazione UE circa le definizioni e le metodologie di misurazione degli investimenti sostenibili. Tale dato risulta dunque poco significativo, non essendo confrontabili i dati più recenti, quelli del 2020, con quelli passati. Analogo discorso vale per la regione dell'Australasia.

---

<sup>7</sup> Op. Cit. BONATI A., BONVAENTURA M., CAPELLI P., DAL SANTO A., GAMBA A., GRASSADONIA L., (2018).

**Tabella I.1. Crescita degli asset destinati ad investimenti sostenibili per area geografica (valori espressi in miliardi della valuta locale)**

	2014	2016	2018	2020	GROWTH PER PERIOD			COMPOUND ANNUAL GROWTH RATE (CARG) 2014-2020
					GROWTH 2014-2016	GROWTH 2016-2018	GROWTH 2018-2020	
Europe (EUR)	€9,885	€11,045	€12,306	€10,730	12%	11%	-13%	1%
United States (USD)	\$6,572	\$8,723	\$11,995	\$17,081	33%	38%	42%	17%
Canada (CAD)	\$1,011	\$1,505	\$2,132	\$3,166	49%	42%	48%	21%
Australasia (AUD)	\$203	\$707	\$1,033	\$1,295	248%	46%	25%	36%
Japan (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	6,692%	307%	34%	168%

*Fonte: Global Sustainable Investment Alliance, 2020*

Il settore finanziario si sta dirigendo in modo sempre più spedito verso il mondo della sostenibilità e nel prossimo futuro le competenze in ambito di Social Responsible Investment saranno sempre più preziose e richieste dalle società d'investimento. A prova di questo vi sono le sempre più numerose opportunità di formazione accademica e professionale sull'investimento ESG, a partire dal nuovo certificato CFA in ESG Investing, lanciato nel Regno Unito da CFA, la più importante e prestigiosa associazione mondiale degli analisti finanziari. Il programma di formazione rappresenta una nuova qualifica globale nella gestione degli investimenti sostenibili ed ha l'obiettivo di fornire le conoscenze e le competenze di riferimento richieste dai professionisti per l'integrazione dei fattori ESG nei processi di investimento. Sviluppato in consultazione con le principali società d'investimento, il corso di formazione è stato inoltre riconosciuto dai Principles for Responsible Investment delle Nazioni Unite. Dal suo lancio nel Settembre 2019, l'entusiasmo del settore per la certificazione è stato confermato

dal suo successo nel Regno Unito e in altri mercati dell'Europa occidentale, dove sono state registrate complessivamente 5.000 registrazioni<sup>8</sup>. In Italia il certificato CFA in ESG Investing è stato lanciato ad inizio 2021 dalla CFA Society Italia in collaborazione con la MIP, la Graduate School of Business del Politecnico di Milano.

## **I.2. Crisi climatica e transizione ecologica: il punto della situazione**

La crisi climatica è una crisi globale e in quanto tale deve necessariamente essere affrontata con un'ottica di cooperazione e coesione globale. Attraverso accordi internazionali vincolanti, tutti i Paesi del mondo, a partire da quelli maggiormente responsabili delle emissioni globali di gas serra, dovrebbero impegnarsi mettendo in campo ingenti risorse e promuovendo riforme e normative che stimolino attivamente il processo di transizione ecologica della società e dei sistemi produttivi necessario per il superamento di questa crisi.

Nei prossimi paragrafi verrà fatto il punto della situazione in merito agli accordi internazionali attualmente in vigore per il contrasto ai cambiamenti climatici e si parlerà di alcune delle principali misure concretamente messe in atto dalle amministrazioni pubbliche per raggiungere gli obiettivi di tali accordi.

---

<sup>8</sup> <https://www.cfainstitute.org/en/about/press-releases/2021/cfa-institute-launches-first-global-certificate-in-ESG-investing>

### ***1.2.1. Agenda e impegni climatici internazionali, regolamentazione***

Per riscaldamento globale si intende il fenomeno di incremento delle temperature medie della superficie terrestre causato dalle attività umane, in particolare la combustione di combustibili fossili (carbone, petrolio e gas) e la deforestazione su larga scala, che causano grandi quantità di emissioni di gas a effetto serra nell'atmosfera, tra i quali la più importante è l'anidride carbonica. Tali gas assorbono la radiazione infrarossa emessa di riflesso dalla superficie terrestre e agiscono come una coperta sulla superficie, mantenendola più calda di quanto non sarebbe altrimenti<sup>9</sup>. Al riscaldamento globale sono direttamente associati i cambiamenti climatici e tutte le conseguenze dannose da essi derivanti, quali prime fra tutte lo scioglimento dei ghiacciai, con conseguente innalzamento del livello dei mari, aumento della siccità e del rischio di desertificazione, alterazione degli equilibri dei cicli atmosferici ed oceanici ed eventi atmosferici sempre più estremi. L'adattamento agli inevitabili impatti del riscaldamento globale e la mitigazione per ridurre l'entità degli effetti negativi sono entrambi necessari per affrontare questa crisi. A causa della necessità di un'azione urgente, la sfida più grande consisterà nel riuscire a passare rapidamente a una maggiore efficienza energetica e a fonti di energia di origine non fossile.

---

<sup>9</sup> HOUGHTON J., "Global warming", Reports on Progress in Physics, Volume 68, Number 6, (2005).

Il mondo ha iniziato a trattare seriamente il problema del riscaldamento globale solo a partire dagli anni '90, con negoziati e accordi internazionali periodici che hanno avuto come obiettivo la definizione di limiti ai livelli di emissioni di gas serra entro determinate scadenze da parte dei Paesi firmatari, al fine di evitare o quantomeno mitigare gli effetti più estremi e dannosi dei cambiamenti climatici in atto.

Per delineare una panoramica della regolamentazione internazionale e del processo di armonizzazione globale delle politiche per il clima è necessario menzionare innanzitutto la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici<sup>10</sup>, stipulata a Rio nel 1992 in occasione della Conferenza sull'Ambiente e sullo Sviluppo delle Nazioni Unite<sup>11</sup>, anche nota come Summit sulla Terra<sup>12</sup>. Questo costituisce il principale trattato di diritto internazionale in materia di lotta contro i cambiamenti climatici, con l'obiettivo di impedire pericolose interferenze di origine umana con il sistema climatico mondiale. A questo primo importante trattato si riconosce il merito di aver stimolato e dato vita ad un processo di cooperazione tra gli Stati sul fronte ambientale destinato a durare nel tempo e a concretizzarsi nelle successive Conferenze delle Parti (COP). Queste costituiscono il principale strumento decisionale del UNFCCC, alle cui riunioni prendono parte tutti gli Stati firmatari della convenzione (197 in tutto) con cadenza annuale. Nonostante molte si conclusero con un nulla di fatto, alcune di queste assunsero una

---

<sup>10</sup> UNFCCC - United Nations Framework Convention on Climate Change.

<sup>11</sup> UNCED - United Nations Conference on Environment and Development.

<sup>12</sup> Si veda diffusamente: [https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations_it)

rilevanza storica per la lotta al cambiamento climatico: decisiva fu ad esempio la COP3 di Kyoto, in occasione della quale venne firmato il famoso Protocollo di Kyoto. Il trattato, stipulato nella città giapponese nel 1997, entrato in vigore solo il 16 febbraio 2005 in seguito alla ratifica da parte della Russia, prevedeva l'obbligo per gli Stati firmatari di ridurre, nel periodo 2008-2012, le emissioni di elementi di inquinamento atmosferico (principalmente gas serra) in media del 5% rispetto ai livelli del 1990. Tuttavia, tali impegni si riferivano esclusivamente ai Paesi sviluppati, in linea con il principio delle "responsabilità comuni ma differenziate" fra gli Stati. Successivamente, con l'accordo di Doha sono stati prolungati i termini della scadenza del protocollo, con l'introduzione di una seconda fase che va dal 2012 al 2020, che impegnava le parti aderenti a questa seconda fase a ridurre le loro emissioni di almeno il 18% rispetto ai livelli del 1990. In questa occasione vennero inoltre effettuati degli aggiornamenti sulla lista dei gas rientranti nella definizione di gas a effetto serra nonché emendamenti ad alcuni articoli del precedente accordo<sup>13</sup>. La principale lacuna del protocollo di Kyoto fu costituita dalla scarsa partecipazione da parte di molte nazioni, per giunta assai consistenti dal punto di vista dell'impatto ambientale, ridimensionando notevolmente la portata degli obiettivi raggiungibili: gli Stati Uniti non hanno mai aderito al Protocollo di Kyoto,

---

<sup>13</sup> [https://unfccc.int/kyoto\\_protocol](https://unfccc.int/kyoto_protocol)

il Canada, si è ritirato prima della fine del primo periodo di adempimento e Russia, Giappone e Nuova Zelanda non hanno preso parte al secondo periodo.

Una più ampia partecipazione venne dimostrata in occasione della COP 21, tenutasi a Parigi a fine 2015, alla quale presero parte 190 Paesi, i quali arrivarono all'approvazione dell'Accordo di Parigi. Per entrare in vigore, almeno 55 paesi che rappresentassero almeno il 55% delle emissioni globali di gas serra dovevano procedere alla ratifica dell'accordo. Entrato in vigore il 4 Novembre 2016 e tuttora vigente e vincolante, il patto impegna i Paesi firmatari a fare il possibile per mantenere il riscaldamento globale al di sotto dei 2 °C rispetto ai livelli preindustriali e a proseguire con gli sforzi per limitarlo a 1,5 °C. Inoltre punta a rafforzare la capacità dei paesi di affrontare gli impatti dei cambiamenti climatici e a sostenerli nei loro sforzi.

L'Unione Europea ha svolto un ruolo di primaria importanza in questo contesto, fungendo da intermediaria e mediatrice dell'Accordo di Parigi e continua a detenere un ruolo di guida a livello mondiale in questo ambito di azione. Inoltre l'UE e i suoi Stati membri si sono ulteriormente impegnati a raggiungere l'obiettivo di riduzione interna netta di almeno il 55% delle emissioni di gas a effetto serra entro il 2030. A tale scopo, l'Unione Europea ha iniziato ad adottare negli anni recenti politiche sempre più ambiziose dedicate al contrasto dei cambiamenti climatici, portando avanti una storia di impegno costante nei confronti di questa importante tematica, che prosegue ininterrotta sin dal 2000, anno in cui venne lanciato il primissimo

programma europeo per il clima, l'European Climate Change Programme (ECCP). Da allora l'Europa non si è più fermata, aggiornando ed attuando la propria agenda climatica interna e partecipando attivamente a tutte le occasioni di dialogo e cooperazione internazionali. Il recentissimo Green Deal Europeo, presentato l'11 Dicembre 2019, costituisce la più ambiziosa ed onnicomprensiva strategia Europea di lungo termine per la lotta ai cambiamenti climatici. Questo nuovo grande piano definisce il framework della necessaria e improrogabile transizione ecologica dell'Europa e detta le istruzioni e gli step da seguire per “...trasformare il nostro modo di vivere e lavorare, di produrre e consumare, per rendere più sano il nostro stile di vita e più innovative le nostre imprese [...] per il bene del pianeta e delle sue forme di vita – per il patrimonio naturale europeo, la biodiversità, le nostre foreste e i nostri mari”<sup>14</sup>. Il Green Deal Europeo intende coinvolgere in questo processo tutti i settori dell'economia, in particolare i trasporti, l'energia, l'agricoltura, l'edilizia e settori industriali quali l'acciaio, il cemento, le TIC, i prodotti tessili e le sostanze chimiche.

Per tradurre in atti legislativi le ambizioni del Green Deal Europeo, la Commissione ha presentato a Marzo 2020 la proposta per la cosiddetta "Legge europea sul clima", con la quale viene definito l'obiettivo giuridicamente vincolante di azzeramento delle emissioni nette di gas a effetto serra entro il 2050. La legge sul clima

---

<sup>14</sup> Ursula von der Leyen, Presidente della Commissione Europea.

prevede misure per verificare i progressi compiuti e adeguare i conseguenti interventi. La Commissione sarà autorizzata a formulare raccomandazioni destinate agli Stati membri i cui interventi non sono compatibili con l'obiettivo della neutralità climatica e gli Stati membri dovranno tenere conto delle raccomandazioni o spiegare le loro motivazioni in caso di omissione. La Commissione potrà inoltre riesaminare l'adeguatezza delle misure adottate a livello di Unione. Gli Stati membri saranno tenuti a predisporre e attuare strategie di adattamento per rafforzare la resilienza e ridurre la vulnerabilità agli effetti dei cambiamenti climatici.

Per la realizzazione del Green Deal Europeo saranno necessari investimenti notevoli, per i quali sarà indispensabile la mobilitazione sia del settore pubblico che di quello del privato. L'Europa ha già presentato il piano di investimenti del Green Deal Europeo, che farà leva sugli strumenti finanziari dell'UE, in particolare il fondo InvestEU, per mobilitare investimenti pubblici e fondi privati, generando così almeno 1.000 miliardi di euro di investimenti in sostenibilità. Il bilancio dell'UE destinerà alla causa climatica una quota di spesa pubblica senza precedenti. A sostegno della mobilitazione dei capitali privati verso investimenti sostenibili, la Commissione ha lanciato già nel 2018 il progetto "Action Plan on financing

sustainable growth”, che prevede una serie di regolamentazioni e strumenti utili per la promozione e il potenziamento della finanza sostenibile in Europa<sup>15</sup>.

### ***1.2.2. Il ruolo delle entità pubbliche nel contrasto alla crisi climatica***

Le amministrazioni pubbliche nazionali ed internazionali hanno una grandissima responsabilità nel processo di transizione ecologica della società e dei sistemi produttivi. Attraverso interventi pubblici quali incentivi economici, finanziamenti e soprattutto regolamentazioni, le amministrazioni centrali hanno il cruciale compito di indirizzare le attività imprenditoriali private verso condotte più sostenibili, dal punto di vista ambientale e sociale, incitando ad un maggiore impegno collettivo per la costruzione di un sistema produttivo più pulito e sostenibile.

In Europa, gli anni recenti hanno testimoniato una crescita dell’attenzione nei confronti delle tematiche inerenti alla sostenibilità, specialmente quella ambientale. Le istituzioni europee, rappresentanti i Paesi dell’Unione, hanno dimostrato di voler affrontare seriamente le problematiche legate al clima, prendendo parte attivamente agli accordi internazionali per la limitazione delle emissioni di gas serra, impegnandosi in modo giuridicamente vincolante e mettendo concretamente in atto una serie di provvedimenti a favore della causa.

---

<sup>15</sup> [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_it#cronologia](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it#cronologia)

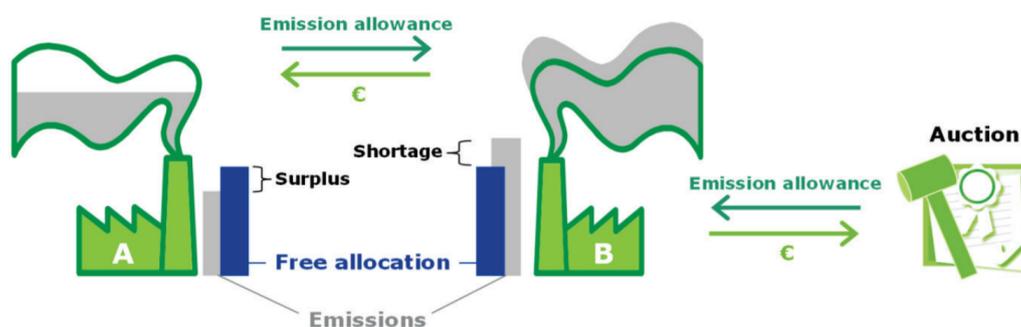
Dopo aver delineato il contesto normativo di riferimento in ambito internazionale ed europeo, verranno ora brevemente menzionati i principali provvedimenti e politiche specifiche adottati in Europa in attuazione dei framework regolamentari. Uno dei più importanti provvedimenti per la limitazione delle emissioni in Europa è il Sistema di scambio di emissioni di gas serra dell'Unione Europea, anche noto come European Union Emissions Trading Scheme (EU ETS). Istituito nel 2005, l'EU ETS consiste in un sistema di limitazione e scambio delle emissioni di gas serra per i partecipanti al sistema. La legislazione EU ETS prevede la creazione e distribuzione di quote che consistono essenzialmente in diritti di emettere gas a effetto serra: ogni quota dà diritto a produrre emissioni equivalenti al potenziale di riscaldamento globale di 1 tonnellata di CO<sub>2</sub> (tCO<sub>2</sub>-equivalent). Il massimale di emissioni del sistema è andato diminuendo annualmente a partire dal 2013, riducendo il numero di quote a disposizione dell'1,74% all'anno, consentendo alle aziende di adeguarsi progressivamente agli obiettivi di riduzione delle emissioni sempre più ambiziosi. Ogni anno una parte delle quote è concessa gratuitamente ad alcuni partecipanti<sup>16</sup> mentre il resto viene venduto, principalmente attraverso aste. In base all'art. 10 della direttiva EU ETS, almeno il 50% dei ricavi generati dalla vendita all'asta delle quote dovrebbe essere utilizzato per combattere il cambiamento climatico nell'UE e nei paesi terzi. La direttiva fornisce inoltre un

---

<sup>16</sup> Quelli per i quali vi è un rischio di delocalizzazione in aree meno restrittive in termini regolamentari.

elenco di tipologie di azioni che potrebbero essere implementate a tal fine. Alla fine di ogni anno i partecipanti devono restituire le quote in base alle emissioni generate durante quell'anno. Se un partecipante non dispone di quote sufficienti per coprire l'intero ammontare di emissioni prodotte deve alternativamente o congiuntamente adottare misure per ridurre le emissioni o acquistare più quote sul mercato, tramite le aste o direttamente da altri partecipanti intenzionati a vendere parte delle proprie quote. I partecipanti possono anche decidere di accumulare le proprie quote per utilizzarle negli anni successivi. Nell'esempio (fig. I.4) la fabbrica B non ha abbastanza quote gratuite per coprire le proprie emissioni ma può comunque rispettare i limiti del sistema acquistando le quote necessarie dallo stabilimento A, che è in surplus, o in alternativa può acquistarle all'asta.

**Figura I.4. Esempio di funzionamento dell'EU ETS**



*Fonte: European Commission, "EU ETS Handbook", 2010*

L'EU ETS ha subito numerosi cambiamenti nel corso degli anni, in termini di settori e Paesi partecipanti al sistema, di tipologie di gas considerati per il calcolo delle emissioni e di massimale totale di emissioni consentite. Ad esempio nella prima

fase, dal 2005 al 2007, i soggetti partecipanti al sistema erano quelli principalmente responsabili di emissioni, ovvero quelli operanti nei settori dell'energia e dell'industria manifatturiera, mentre nella seconda fase, dal 2008 al 2012, viene aggiunto anche il settore dell'aviazione e nella terza, dal 2013 al 2020, il settore dell'alluminio e del petrolchimico<sup>17</sup>.

Per la quarta fase, che coprirà gli anni dal 2021 al 2030, sono state apportate delle modifiche alla direttiva originaria, al fine di allineare il sistema agli ambiziosi obiettivi dell'Unione per il 2030. Nello specifico, viene aumentato del fattore di riduzione lineare al 2,2%<sup>18</sup> contro il tasso dell'1,74% del periodo 2013-2020, vengono revisionate le modalità di assegnazione gratuita delle quote di emissioni per una maggiore focalizzazione sui settori industriali a più alto rischio di rilocalizzazione delle emissioni prodotte e vengono inoltre previsti due nuovi fondi, il Fondo per l'innovazione e il Fondo per la modernizzazione, volti a promuovere gli investimenti nelle tecnologie innovative e a sostenere l'efficienza del settore energetico<sup>19</sup>.

In termini di risultati raggiunti, è possibile affermare che l'Europa è sulla buona strada per il raggiungimento degli obiettivi stabiliti di riduzione di emissioni: secondo i dati più recenti, le emissioni di gas serra dell'UE si sono ridotte del 24% tra il 1990 e il 2019, mentre l'economia è cresciuta del 60% nello stesso periodo.

---

<sup>17</sup> European Commission, “*EU ETS Handbook*”, (2010).

<sup>18</sup> Ossia una maggiore riduzione annua delle quote di emissione.

<sup>19</sup> [https://ec.europa.eu/clima/policies/ets/revision\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/ets/revision_it)

Inoltre il calo più significativo si è verificato nei settori interessati dall'EU ETS, in particolare nelle centrali elettriche, a conferma dell'efficacia della regolamentazione e del sistema istituito, con una drastica riduzione totale delle emissioni degli impianti fissi del 9,1% tra il 2018 e il 2019<sup>20</sup>.

Per quanto riguarda il settore finanziario, si parlerà abbondantemente nei seguenti capitoli in merito alle novità regolamentari di matrice europea per il sostegno e la promozione della finanza sostenibile, prime fra tutte quella della nuova Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili e quella sui Green Bond Standard, che permetteranno un più agevole indirizzamento dei capitali privati a favore di investimenti in linea con gli obiettivi di sostenibilità europei e internazionali.

Chiaramente anche i singoli Stati Membri sono chiamati a fare la loro parte: riguardo alle limitazioni di emissioni ad esempio, parallelamente all'EU ETS che regola a livello UE specifici settori, gli Stati membri sono responsabili delle politiche e delle misure nazionali di limitazione alle emissioni provenienti dai settori coperti dalla regolamentazione "Effort Sharing"<sup>21</sup>, che impone agli Stati Membri obiettivi annuali vincolanti di emissioni di gas a effetto serra relativamente al periodo 2021-2030. Tali obiettivi riguardano le emissioni generate dalla maggior parte dei settori non inclusi nell'EU ETS quali ad esempio i trasporti, gli edifici, l'agricoltura e i rifiuti.

---

<sup>20</sup> [https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/progress\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/progress_it)

<sup>21</sup> Regolamento UE 2018/842.

Alcuni Stati hanno inoltre iniziato ad effettuare emissioni obbligazionarie specificamente destinate ed associate al finanziamento di progetti che hanno ricadute positive in termini ambientali, i cosiddetti Green Bond. In origine, le caratteristiche affinché un'obbligazione possa essere definita "green" sono state definite a livello internazionale dall'Associazione Internazionale dei Mercati di Capitali<sup>22</sup>. Si tratta quindi di un'autoregolamentazione data dai mercati stessi, per la quale non sono previste sanzioni esplicite: la "sanzione" viene imposta dal mercato in termini di danneggiamento reputazionale dell'azienda in caso di mancato mantenimento degli impegni dichiarati. Il primo Green Bond del mondo è stato emesso sul mercato dalla BEI, la Banca europea degli investimenti, il 4 luglio 2007, su idea dell'italiano Aldo Romani, attuale capo del funding sostenibilità della BEI. Il primo Green Bond di matrice statale è stato emesso dalla Polonia nel dicembre 2016 e solo un mese dopo anche dalla Francia<sup>23</sup>. In Italia il primo Green Bond di Stato è stato emesso il 3 marzo 2021. È stato dichiarato che il BTP Green seguirà le indicazioni sui Green Bond dell'ICMA, anche se si cercherà un allineamento "per quanto possibile, con la bozza degli "EU Green Bond Standards", attualmente in discussione da parte dell'Unione europea"<sup>24</sup>.

---

<sup>22</sup> ICMA – International Capital Market Association.

<sup>23</sup> D'ANGERIO V., "Green bond, ecco cosa sono e come funzionano", Il Sole 24 Ore, (2020).

<sup>24</sup> D'ANGERIO V., "BTP verde, ecco le caratteristiche del primo green bond sovrano dell'Italia", Il Sole 24 Ore, (2020).

Attualmente in Europa sono infatti in corso i lavori per la regolamentazione sui Green Bond Standard, che definirà in forma normativa i principi e le caratteristiche per le emissioni obbligazionarie effettuate sui mercati europei ed etichettate come “green”.

L'intervento pubblico è indispensabile affinché si concretizzi il passaggio ad un sistema economico più sostenibile e compatibile con gli accordi internazionali per il clima. Tali interventi dovrebbero ricoprire una posizione primaria nelle agende delle amministrazioni pubbliche di tutto il mondo. Tuttavia anche il settore del privato dovrebbe dare il proprio contributo alla causa, adottando modelli di sviluppo improntati alla sostenibilità, in particolar modo in ambito ambientale. Purtroppo però, nel contesto della privata imprenditoria, gli impatti ambientali negativi delle attività produttive vengono considerati prevalentemente come esternalità negative, il cui costo sociale risulta di difficile calcolo e solo in casi eclatanti di inquinamento ambientale tali costi vengono internalizzati sotto forma di risarcimenti o multe imputate alle aziende responsabili. Le emissioni di gas serra, ossia la principale causa dei cambiamenti climatici, assumono quindi le sembianze di “mali pubblici globali”, cioè che a prescindere dal luogo dove queste vengono prodotte, l'effetto aggregato negativo di tali emissioni impatterà necessariamente su tutti gli abitanti della Terra e sull'ecosistema nel suo complesso<sup>25</sup>. Tale male, nel

---

<sup>25</sup> SANKAR U., “*Environmental Externalities*”, (2006).

significato opposto di bene utile, presenta infatti le due caratteristiche tipiche di ciò che può essere considerato pubblico: la prima, la non-rivalità, implica che la quantità di soggetti che subiscono tale male non preclude ad altri soggetti di subirlo allo stesso modo e con la stessa intensità; la seconda, la non escludibilità, si riferisce al fatto che nessun individuo può essere escluso dal subire tale male. In quanto male pubblico, nessun privato avrà dunque interesse ad evitare di generare tale esternalità negativa, che deve quindi essere internalizzata attraverso interventi pubblici esterni, quali ad esempio incentivi o regolamentazioni.

Tuttavia di recente, la questione inerente alla sostenibilità aziendale sta assumendo una conformazione diversa dal mero costo fine a sé stesso mosso da principi etici di condotta. In un rinnovato contesto di consapevolezza sociale e di maggiore attenzione alle tematiche della sostenibilità, le imprese private stanno iniziando a percepire tali interventi di riqualificazione sostenibile dell'attività produttiva come degli investimenti per il futuro, sia dal punto di vista reputazionale nei confronti dei consumatori, sempre più attenti a questa particolare tematica, che dal punto di vista del posizionamento strategico futuro in relazione alle nuove e sempre più probabili regolamentazioni future sugli impatti ambientali e sociali delle imprese. Investire sulla sostenibilità quindi non deve essere percepito come un onere aggiuntivo per l'impresa ma come un'opportunità di crescita strategica e di acquisizione di vantaggio competitivo nel medio-lungo termine.

Molte aziende hanno già compreso ed assimilato questi concetti e, a prescindere dal fatto che siano mosse da nobili intenti di salvaguardia ambientale o semplicemente dalla previsione di opportunità di crescita e profitto future, si stanno già muovendo in direzione del nuovo trend della sostenibilità attraverso emissioni obbligazionarie “green” con le quali finanziare progetti che avranno un impatto ambientale positivo. In Italia, la prima società ad emettere debito “green” è stata Hera, la società italiana multiutility leader nei servizi ambientali, idrici ed energetici, con un’emissione obbligazionaria decennale destinata a finanziare o rifinanziare progetti legati alla sostenibilità in quattro ambiti: lotta al cambiamento climatico, riduzione delle emissioni, qualità nella depurazione acque e ciclo dei rifiuti<sup>26</sup>.

Certo è che questa presa di coscienza è destinata ad essere confermata ed accelerata dalle nuove regolamentazioni sulla finanza sostenibile, di cui si parlerà in seguito, che favoriranno e premieranno quelle imprese in grado di dimostrarsi realmente sostenibili, a partire da valutazioni basate su criteri chiari e ben definiti a livello normativo, che garantiranno un più agevole riconoscimento delle aziende concretamente in linea con il progetto di transizione ecologica e sostenibile del continente europeo.

---

<sup>26</sup> <https://www.gruppohera.it/-/hera-lancia-il-primogreen-bond-italiano>

### **I.3. Crisi climatica e pandemia da Covid-19**

La pandemia e la conseguente crisi sanitaria hanno scaturito una profonda crisi sociale ed economica. I sistemi produttivi globali hanno subito una brusca battuta d'arresto, con danni enormi alle economie di tutto il mondo. Tuttavia, tale situazione di crisi potrebbe rappresentare un'occasione di svolta nella lotta ai cambiamenti climatici. Le amministrazioni pubbliche potrebbero infatti impostare una ripresa economica improntata ad un impegno massiccio e concreto nelle sfide legate al clima. Attraverso adeguate riforme e indirizzando i fondi pubblici anticiclici destinati alla ripresa verso investimenti strutturali in grado di generare un impatto ambientale positivo nel lungo periodo, gli Stati potrebbero raggiungere contemporaneamente due importanti obiettivi.

Il quadro appena delineato rappresenta ciò che l'Europa ha intenzione di mettere in atto attraverso il "Next Generation EU"<sup>27</sup>, il piano di ripresa post-pandemica dell'Unione Europea. Questo consiste in uno strumento temporaneo per la ripresa da oltre 800 miliardi di euro, costituito da prestiti e sovvenzioni, che contribuiranno a riparare i danni economici e sociali causati dalla pandemia da Coronavirus, con l'obiettivo di costruire un'Europa più ecologica, digitale, resiliente e adeguata alle sfide presenti e future. L'erogazione di tali risorse è però condizionata al rispetto di determinati vincoli in termini di caratteristiche dei progetti finanziati<sup>28</sup>. I Governi

---

<sup>27</sup> Noto anche con il nome di "Recovery Fund".

<sup>28</sup> [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_it#nextgenerationeu](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_it#nextgenerationeu)

infatti, nel redigere il cosiddetto Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza<sup>29</sup> con il quale vengono definite le destinazioni di spesa dei fondi assegnati, dovranno necessariamente seguire le indicazioni e i principi dettati dalle linee guida della Commissione, che avrà quindi il compito di valutare l'adeguatezza di tali piani. Tra gli elementi principali che dovranno essere presenti all'interno dei piani vi sono la sostenibilità ambientale, per la quale dovrà essere allocata una quota di risorse di almeno il 37% della quota del Fondo assegnato al Paese, e la digitalizzazione, con una quota riservata di almeno il 20%<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> PNRR, anche conosciuto come "Recovery Plan".

<sup>30</sup> MAGNANI A., "*Next Generation EU, cos'è e come funziona*", Il Sole 24 Ore, (2021).

## **CAPITOLO II**

### **MISURAZIONE DELLA SOSTENIBILITA' AZIENDALE**

#### **II.1. I dati disponibili**

Se pensiamo ad un qualsiasi tipo di processo informativo, i dati grezzi rappresentano la componente essenziale, la cui elaborazione porta alla generazione di informazioni relative al fenomeno o all'entità presa in considerazione, che sono infine destinate a degli utilizzatori finali. In questo periodo storico, i dati rappresentano una fonte di ricchezza in ogni tipo di realtà e contesto: dalla ricerca scientifica, che utilizza i dati di un esperimento per ricercare relazioni e rapporti di causa-effetto tra i fenomeni, al mondo del business, ad esempio nella raccolta di dati sulle preferenze e abitudini dei consumatori al fine di incrementare le vendite. In ogni contesto, i dati sono in grado di generare opportunità, sono strumento di analisi e studio dei fenomeni e fungono da guida nell'assunzione di scelte. Questi possono assumere le forme più disparate, in termini di tipologia o mezzo di trasmissione: da frasi scritte a mano in un vecchio libro, a una serie di numeri e conti registrati su un database informatico o un'intervista trasmessa alla radio. Le tipologie di dati generabili sono infinite, così come tutto quello che potenzialmente questi dati possono esprimere. Il loro unico scopo è quello di comunicare, trasmettere un concetto o un contenuto ad un utilizzatore finale, il quale, a partire da questi dati, potrà ulteriormente elaborarli ed esprimere contenuti sintetici o

sfruttare le informazioni per prendere decisioni. Risulta dunque fondamentale, ai fini di una informazione corretta e veritiera, che la fonte originaria dei dati sia attendibile ed accurata. Inoltre è necessario che i dati siano comunicati o trasmessi in una maniera che risulti facilmente comprensibile per l'utilizzatore finale che necessita di quell'informazione. La nostra esistenza è immersa in un flusso infinito e costante di dati di ogni genere, oggi più che mai nella storia dell'Umanità: sta a noi il difficile compito di individuare e selezionare quelli di cui abbiamo veramente bisogno in base alle nostre esigenze e finalità.

### ***II.1.1. L'informativa in ambito ESG***

Traslando questi concetti nell'ambito della presente trattazione, si può affermare che le informazioni relative alla sostenibilità aziendale sono caratterizzate da una complessità non indifferente, sia in termini di natura dei dati, sia in termini di possibili aspetti osservabili e modalità di misurazione e presentazione. Non esiste infatti un'unica definizione di Corporate Social Responsibility, così come non esiste un unico modo per misurarla ed esprimere un giudizio al riguardo. Sin dalle sue origini, risalenti approssimativamente alla prima metà del Novecento<sup>31</sup>, tale concetto ha incluso una grande varietà di questioni e tematiche e nel corso della storia è stato oggetto di più rivisitazioni, evolvendosi di pari passo con le più recenti

---

<sup>31</sup> BOWEN H. R., "*Social responsibilities of the businessman*", Harper, (1953).

teorie e aree di interesse relative alla sostenibilità d'impresa che nel tempo si sono susseguite<sup>32</sup>. La maggior parte di queste definizioni è però concorde nel descrivere la Corporate Social Responsibility come l'integrazione, su base volontaria, di considerazioni di carattere ambientale e sociale nello svolgimento dell'attività d'impresa e nella gestione delle relazioni con gli stakeholder interni ed esterni<sup>33</sup>. La recente tendenza degli operatori dei mercati finanziari ad integrare nei processi di investimento valutazioni che tengano in considerazione il grado di sostenibilità aziendale ha portato ad un aumento esponenziale della domanda di informazioni e dati relativi a questo aspetto. Gli investitori alla ricerca di investimenti responsabili sono i principali destinatari ed utilizzatori finali dei dati di natura non finanziaria, che vengono utilizzati al fine di individuare le aziende in grado di operare in condizioni di sostenibilità ambientale e sociale. Tali flussi informativi provengono principalmente dalle aziende stesse, che costituiscono dunque la fonte primaria dell'informativa sulla sostenibilità.

Il concetto di sostenibilità aziendale è qualcosa di complesso, multiforme e che va al di là della semplice misurazione di un parametro come può essere banalmente la quantità di CO<sub>2</sub> emessa in un anno. Esso si compone di una moltitudine di aspetti che devono essere tenuti in considerazione, i quali possono essere elaborati nelle

---

<sup>32</sup> LAMBOUY T., *“Corporate Social Responsibility: Legal and Semi Legal Frameworks”*, Kluwer Law International, p. 10, (2010).

<sup>33</sup> *“Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility”*, Green Paper, European Commission, (2001).

modalità più disparate, e per alcuni di essi risulta inoltre complicata una traduzione in termini numerico-quantitativi. La strada non è affatto semplice neanche per quegli aspetti indagabili attraverso variabili di natura quantitativa, per le quali non sono mai univoche le modalità e le metriche con cui devono essere misurati e valutati.

Nonostante questa complessità di analisi, a livello internazionale si sono affermate tre macroaree di indagine per quanto riguarda la responsabilità sociale dell'azienda: il rapporto dell'impresa con l'ambiente, l'impatto sociale e il tipo di governo societario. Globalmente conosciuti con l'acronimo "ESG", questi tre aspetti costituiscono ad oggi i pilastri della quasi totalità dei processi valutativi della sostenibilità aziendale.

Il criterio ambientale è sicuramente quello che suscita maggiore interesse tra la platea degli investitori intenti ad un'allocazione responsabile delle risorse. Secondo una ricerca del "*Morgan Stanley Institute for Sustainable Signals*"<sup>34</sup>, tra i detentori di asset finanziari che effettuano investimenti responsabili, l'88% predilige l'integrazione di considerazioni inerenti all'impatto ambientale nelle proprie scelte d'investimento. Tale criterio è volto a valutare se l'azienda opera in modo rispettoso ed equilibrato nell'ecosistema in cui è inserita e quanto è capace di contribuire alle sfide ambientali quali la lotta al cambiamento climatico, la gestione dei rifiuti,

---

<sup>34</sup> "*Morgan Stanley Sustainable Signals: Asset Owners See Sustainability as Core to Future of Investing*", Morgan Stanley, (2020).

l'utilizzo responsabile delle risorse idriche, la preservazione delle foreste e della biodiversità e l'implementazione di un'economia circolare<sup>35</sup>. Segue per importanza l'informativa relativa all'aspetto sociale, la quale si riferisce in generale all'impatto della realtà aziendale sulla società e sulla collettività. L'azienda risulta sostenibile da questo punto di vista se è in grado di promuovere ed attuare politiche di gestione del capitale umano eque, inclusive e non discriminatorie, se nello svolgimento dell'attività d'impresa vengono tenute in considerazione questioni come il rispetto dei diritti civili, sia direttamente nel rapporto con i collaboratori e dipendenti, sia indirettamente, evitando di instaurare rapporti con entità che non garantiscono tutele dei diritti civili e lavorativi della forza lavoro impiegata. Occorre prendere in considerazione inoltre, qualora l'azienda operi in aree di conflitto o ad alto rischio come ad esempio località socialmente e politicamente instabili, se l'azienda è in grado di contribuire a generare valore in modo rispettoso del territorio e delle popolazioni autoctone, adottando in ogni caso le "best practices" in ambito ambientale, di diritti umani e lavorativi. Viene poi valutato l'impatto dell'output aziendale sulla società nel complesso, cioè se i prodotti o servizi forniti sono in grado di incrementare il benessere della collettività attraverso un miglioramento delle condizioni di vita, tramite soluzioni rispettose della salute e della sicurezza pubblica. L'ultimo aspetto considerato riguarda lo stile di governance aziendale,

---

<sup>35</sup> <https://www.unpri.org/sustainability-issues/environmental-social-and-governance-issues>

ossia le modalità con cui viene globalmente gestita l'azienda. Con questo criterio si intende indagare sull'adozione di pratiche scorrette nella gestione aziendale quali il perseguimento di strategie anticoncorrenziali, il ricorso alla corruzione, la commissione di frodi fiscali o contabili. Nei casi in cui ci sia separazione tra gestione e proprietà, vengono tenute in considerazione le modalità e la qualità delle relazioni tra le due diverse categorie.

Relativamente ad ognuna delle tre macrocategorie individuate si aprono poi infinite possibilità in termini di oggetti, metriche di valutazione e opzioni di indagine al fine di analizzare nel dettaglio tutti i possibili aspetti della performance di sostenibilità, che possono inoltre variare da settore a settore in base al tipo di attività svolte, rispetto alle quali è possibile individuare differenti variabili rilevanti in termini di impatto. Ad esempio, per un'azienda nel settore energetico sarà necessario, ai fini della disclosure sul pilastro ambientale, utilizzare metriche che indaghino la quota di energia prodotta da fonti rinnovabili, mentre per una società nel settore bancario tale dato sarà meno rilevante.

Per fare alcuni esempi di aspetti specifici d'indagine e metriche di valutazione per il pilastro Environment, si potrebbero prendere in considerazione le emissioni annue di gas serra, la quantità di energia acquistata proveniente da fonti rinnovabili, la quantità di acqua utilizzata, o la presenza e attuazione di politiche aziendali volte a ridurre la quantità di emissioni. Tra questi dati, quelli di natura quantitativa potrebbero essere messi in relazione con il fatturato in modo da normalizzare il dato

rispetto al volume di attività. Se volessimo invece valutare la performance nel pilastro Social, potremmo considerare ad esempio l'aspetto della salute e sicurezza dei dipendenti sul luogo di lavoro. Alcune possibili metriche di indagine potrebbero essere ad esempio il tasso di infortuni o il numero di incidenti con conseguenze fatali. Anche questi dati però potrebbero essere espressi nelle forme più disparate, rapportandoli sul totale dei dipendenti o su un determinato lasso di tempo, e potrebbero essere ponderati con differenti pesi al fine di esprimere un giudizio sintetico relativo al campo di indagine "salute e sicurezza".

Chiaramente questi sono solo esempi che non esauriscono di certo la totalità degli aspetti e delle modalità di indagine ed elaborazione dei dati, ma che lasciano trasparire la complessità e la non univocità della misurazione dei concetti inerenti alla sostenibilità nelle sue differenti declinazioni.

Da qui nasce l'esigenza di creare dei sistemi valutativi che, tenendo in considerazione gli aspetti più rilevanti, raccolgano ed elaborino questa grande mole di dati al fine di generare un giudizio sintetico sulla performance di sostenibilità nei tre pilastri fondamentali che permetta di mettere a confronto le imprese e individuare quelle più virtuose e meritevoli nell'ambito della sostenibilità aziendale. E come spesso accade, il segmento del privato si è mobilitato più velocemente rispetto a quello pubblico: al mercato dei rating relativi allo standing creditizio si è aggiunto il segmento di mercato del rating relativo alle performance in ambito di sostenibilità. Le agenzie di rating ESG hanno quindi rappresentato la

risposta più rapida ed apparentemente più efficace alla crescente richiesta di informazioni e valutazioni sintetiche relative alla sostenibilità aziendale da parte degli investitori. Questa nuova dinamica ha dato però origine a nuove problematiche. Ogni agenzia ha infatti sviluppato un proprio processo valutativo basato su metodologie e dati di natura differente<sup>36</sup>, dando luogo a giudizi spesso non coerenti tra loro. Di conseguenza, numerosi accademici e ricercatori si sono interrogati sulle difficoltà relative alla misurazione della sostenibilità e sull'effettiva affidabilità e validità dei giudizi di rating prodotti dalle agenzie.

La complessità del concetto di sostenibilità e della relativa non univocità di misurazione sono sicuramente i fattori principali di questa confusione, per la quale è stata inoltre determinante la mancanza di una cornice normativa che guidasse in maniera decisa lo sviluppo dei processi valutativi e che definisse, con il supporto di soggetti esperti in materia, gli aspetti di materiale rilevanza da tenere in considerazione al fine di una valutazione completa ed affidabile della sostenibilità aziendale in tutte le sue sfaccettature.

---

<sup>36</sup> ESCRIG-OLMEDO E., FERNÁNDEZ-IZQUIERDO M. A., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J. M., MUÑOZ-TORRES M. J., “*Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*”, Sustainability, (2019).

### ***II.1.2. Obblighi regolamentari di disclosure ESG in Europa: la Non-Financial Reporting Directive***

Il crescente interesse da parte della società e degli operatori dei mercati finanziari riguardo le tematiche inerenti alla sostenibilità ha portato ad una massiccia crescita della domanda di informazioni sulle performance aziendali in area ESG, da cui è derivato un contestuale aumento del numero di organizzazioni attive nel business della raccolta ed elaborazione di informazioni non finanziarie e produzione di giudizi di rating sulle performance di sostenibilità, tra cui le più influenti sono state le agenzie di rating ESG, le cui origini possono essere storicamente individuate alla fine degli anni Settanta<sup>37</sup>. Per le aziende, ciò ha determinato la necessità di produrre un flusso informativo nuovo, di natura diversa rispetto ai classici dati economico-finanziari richiesti dalle normative. Una necessità non motivata da obblighi regolamentari, bensì da una tendenza di mercato che andava consolidandosi sempre di più. I manager più lungimiranti, infatti, hanno iniziato a considerare i costi informativi aggiuntivi come un investimento nell'immagine dell'azienda nei confronti dei principali stakeholder di mercato, in particolare consumatori ed investitori, i quali erano sempre più sensibili ed attenti alle tematiche inerenti alla sostenibilità, rispettivamente nelle scelte di consumo e nei processi di investimento.

---

<sup>37</sup> ECCLES R. G., STROEHLE J. C., “*Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures*”, (2018).

Per le imprese, affrontare questo genere di problematiche costituisce ormai una componente fondamentale della strategia competitiva<sup>38</sup>.

Nonostante questo fermento di interesse in materia di sostenibilità, dal punto di vista regolamentare, vengono introdotti in Europa obblighi di disclosure su questioni non finanziarie, cioè relative alla sostenibilità, solo nel 2014 con la Non-Financial Reporting Directive<sup>39</sup>. In virtù di questa, le imprese di pubblico interesse attive in Europa con più di 500 dipendenti sono tenute, a partire dal 2018, a produrre e pubblicare un report di natura non finanziaria, che comunichi informazioni inerenti le politiche, i risultati, i rischi con relativa strategia di gestione e indicatori chiave di performance<sup>40</sup> in merito a questioni come la salvaguardia ambientale, la responsabilità sociale, il trattamento dei dipendenti, il rispetto per i diritti umani, l'anti corruzione e l'eterogeneità dei membri degli organi direttivi in termini di età, sesso, background professionale ed educativo. Il sistema di rendicontazione non finanziaria deve inoltre seguire il “principio di materialità”, ossia devono essere fornite le informazioni significative in base al tipo e alle caratteristiche dell'attività svolta dall'impresa, quindi pertinenti alle tematiche ambientali e sociali sulle quali l'azienda stessa può avere un impatto rilevante. Si parla in particolare di “doppia prospettiva della materialità”: l'azienda è infatti tenuta a informare sia in merito

---

<sup>38</sup> AVETISYAN E., HOCKERTS K., “*The Consolidation of the ESG Rating Industry as an Enactment of Institutional Retrogression*”, Wiley Online Library, (2016).

<sup>39</sup> Direttiva 2014/95/EU.

<sup>40</sup> Key performance indicators, in breve KPIs.

all'impatto dell'azienda nei confronti dell'ambiente e della società, sia su come questo tipo di problematiche possono influenzare l'andamento dell'azienda stessa. Tuttavia, dal punto di vista dei dati richiesti e delle modalità di reporting, la direttiva non definisce in modo netto specifici obblighi di disclosure o schemi di redazione dettagliati e vincolanti, lasciando massima flessibilità al management e rimandando alla possibilità di seguire linee guida nazionali, internazionali o quelle pubblicate dalla Commissione Europea in attuazione della direttiva.

Nonostante la direttiva rappresenti un importante passo avanti verso una maggiore trasparenza e disponibilità dei dati non finanziari, sono evidenti le limitazioni in termini di portata di applicazione e di obblighi informativi e di reporting. Dal punto di vista dei destinatari infatti, rimane escluso l'intero universo delle piccole e medie imprese, che in Italia costituiscono buona parte del tessuto imprenditoriale nazionale, le quali dunque hanno continuato a produrre la reportistica non finanziaria esclusivamente su base volontaria. L'assenza di linee guida e standard ben definiti e vincolanti per la produzione del report non finanziario rischia invece di minare l'efficacia stessa dell'informativa: le informazioni selezionate potrebbero non essere realmente rilevanti o potrebbero essere trascurati aspetti che invece meritano di essere comunicati. Si rischierebbe cioè che la soggettività nell'individuazione e nell'interpretazione dei concetti che riguardano la sostenibilità possa portare alla produzione di report confusi e incompleti, contenenti

informazioni non utili o comunque non utilizzabili ai fini di una valutazione completa e realistica della performance di sostenibilità dell'azienda.

Il riconoscimento delle suddette limitazioni ha portato la Commissione Europea alla decisione di revisionare la direttiva, lanciando nel Febbraio 2020 la consultazione pubblica in merito. Tali problematiche erano emerse anche in precedenza, in occasione della consultazione pubblica del 2018 sul “Fitness Check” della cornice regolamentare europea sul reporting, finanziario e non; da questa era infatti emersa la non adeguatezza, rispetto alle necessità degli utenti finali, delle informazioni non finanziarie attualmente divulgate dalle aziende in ottemperanza alla direttiva europea<sup>41</sup>. In particolare, i partecipanti alla consultazione del 2018 evidenziano che le informazioni non finanziarie riportate non sono sufficientemente comparabili ed affidabili, che le aziende non comunicano tutte le informazioni ritenute necessarie dagli utenti e che invece spesso riportano informazioni non rilevanti. Viene inoltre lamentata la scarsa copertura in termini di aziende soggette a requisiti vincolanti di disclosure non finanziaria, mentre per quanto riguarda il processo di redazione del report non finanziario, le stesse aziende hanno manifestato incertezze e difficoltà nella scelta delle informazioni non finanziarie da includere nel report, così come nelle modalità di rilevazione e presentazione dei dati.

---

<sup>41</sup> European Commission, “*Consultation document, review of the non-financial reporting directive*”, p. 3, (2020).

La regolamentazione Europea sulla disclosure non finanziaria è quindi tuttora in fase di revisione, con l'obiettivo di colmare le lacune individuate, promuovendo ulteriormente la trasparenza, la quantità e la qualità dei dati pubblicamente disponibili relativi alle performance di sostenibilità delle imprese.

Quello dell'informativa non finanziaria costituisce un importante tassello per la composizione dell'ambizioso mosaico della riconversione ecologica e sostenibile dell'Europa. Insieme alla recentissima cornice regolamentare della Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili di cui si parlerà in seguito, l'informativa non finanziaria obbligatoria deve rappresentare un solido e affidabile punto di riferimento per i mercati finanziari nella lotta alla crisi climatica. Le informazioni da includere nel report dovrebbero essere rilevanti, di materiale importanza e comunicate in modo chiaro e standardizzato, non sotto forma di ammasso confuso e fuorviante, frutto della libertà creativa ed interpretativa dei singoli redattori. Dovrebbero rappresentare la bussola in grado di indirizzare i capitali verso attività economiche che dimostrino, con dati ben precisi e comparabili, di operare in modo realmente sostenibile e di essere in grado di adattarsi e allo stesso tempo contribuire attivamente all'urgente causa climatica.

### ***II.1.3. Gli attori dell'informativa ESG***

È stato fin qui evidenziato come, nel corso dell'ultimo ventennio, le performance in ambito di Corporate Social Responsibility hanno suscitato un crescente interesse

da parte della società e in particolar modo da parte degli investitori. Proprio a partire dal settore finanziario è infatti scoccata la scintilla che ha dato origine ad una vera e propria rivoluzione nel campo della sostenibilità, attraverso il fenomeno dei Social Responsible Investments. La tendenza di alcuni investitori ad includere criteri di sostenibilità all'interno delle scelte d'investimento ha dato il via al grande filone della finanza sostenibile, determinando di conseguenza un massiccio aumento della domanda di informazioni relative alle performance di sostenibilità delle aziende. Gli investitori che adottano criteri ESG costituiscono dunque i principali fautori e destinatari delle informazioni di carattere non finanziario. Questo forte trend in ambito finanziario, che è andato consolidandosi negli ultimi anni, ha determinato due principali conseguenze: le aziende hanno cominciato ad essere più attente e precise nella comunicazione delle performance ESG e in aggiunta sono iniziate a nascere ed a svilupparsi delle agenzie specializzate nel rating ESG<sup>42</sup>. Le aziende oggetto di valutazione sono infatti interessate direttamente da questi nuovi trend nel mercato dei capitali, in quanto sono chiamate ad un nuovo livello di trasparenza informativa, riportando al mercato i rischi, le politiche e i risultati inerenti alla sostenibilità ambientale e sociale dell'attività d'impresa. Esse costituiscono la fonte primaria dell'informativa e dei dati di performance della sostenibilità. Attraverso i report periodici di natura non finanziaria, siano essi

---

<sup>42</sup> Op. Cit. AVETISYAN E., HOCKERTS K., (2016).

richiesti dalle normative o prodotti su base volontaria, o tramite indagini di vario genere effettuate da enti esterni, le aziende costruiscono e aggiornano la propria reputazione in ambito di CSR presso gli operatori dei mercati finanziari. Una valutazione positiva da parte del mercato rispetto alle performance di sostenibilità è quindi potenzialmente in grado di tradursi in una maggiore disponibilità e un minor costo delle fonti di finanziamento per le aziende.

La terza categoria di attori protagonisti di questo nuovo trend dei mercati finanziari sono senza dubbio le agenzie di rating ESG. Proprio dalla complessità dell'oggetto di analisi, la sostenibilità aziendale, e dalla difficoltà di reperire, misurare e ponderare i dati ad essa relativi nasce l'esigenza di soggetti specializzati nel raccoglimento e nell'elaborazione di questo tipo di informazioni.

Il settore delle agenzie di rating ESG è cresciuto considerevolmente negli anni tra il 2008 e il 2018 ed ha attraversato una fase di consolidamento, testimoniando l'ingresso di nuovi player di mercato ma soprattutto numerose fusioni e acquisizioni tra agenzie di rating ESG già esistenti, che hanno portato ad una forte concentrazione del mercato<sup>43</sup>. La continua crescita di questo settore, spinta principalmente dagli stakeholder finanziari, costituisce dunque una conferma del vigore e della permanenza del fenomeno dei Social Responsible Investments<sup>44</sup>. Il

---

<sup>43</sup> Op. Cit. ESCRIG-OLMEDO E., FERNÁNDEZ-IZQUIERDO M. A., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J. M., MUÑOZ-TORRES M. J., (2019).

<sup>44</sup> SCALET S., KELLY T. F., “*CSR Rating Agencies: What is Their Global Impact?*”, *Journal of Business Ethics*, (2010).

mercato dell'informativa ESG, da segmento di nicchia, è passato ad essere un business interessante ed allettante anche per molte delle agenzie di rating tradizionali, che hanno iniziato ad operare su questo segmento e che sono state le principali protagoniste del processo di concentrazione di questo mercato.

Le organizzazioni attive nella fornitura di dati ESG offrono una gamma diversificata di prodotti, che spazia dagli utilizzatissimi rating ESG, ossia giudizi sintetici sommari relativi alla performance dell'azienda nei vari ambiti della sostenibilità, a rating specifici riguardanti singole aree della sostenibilità come ad esempio l'aspetto ambientale, fino in certi casi a strumenti per l'effettuazione in autonomia di valutazioni sulla performance ESG<sup>45</sup>. Alcune di queste forniscono anche servizi di consulenza in merito all'integrazione di considerazioni di carattere ESG nei processi di investimento, fornendo soluzioni informatiche applicative di vario genere.

La raccolta di dati viene condotta attraverso la consultazione di fonti e documenti di varia natura: questi sono costituiti principalmente dai report di sostenibilità prodotti dalle aziende stesse, a cui si aggiungono interviste e indagini effettuate presso le aziende e colloqui con il personale o altri stakeholder come ad esempio sindacati o organizzazioni non governative<sup>46</sup>. La richiesta di produzione dei giudizi di rating ESG proviene sia dagli investitori che intendono integrare nelle loro analisi

---

<sup>45</sup> BROWN B., WALLACE M., *“The ESG Ecosystem. Understanding the Dynamics of the Sustainability Ratings & Rankings Landscape”*, Brown Flynn, (2018).

<sup>46</sup> Op. Cit. ECCLES R. G., STROEHLE J. C., (2018).

aspetti di carattere ESG, sia dalle stesse aziende, intente a promuovere la propria reputazione presso i vari stakeholder di mercato, tra cui in particolare gli investitori. Nonostante gli aspetti presi in considerazione dalle agenzie di rating per la valutazione della sostenibilità siano gli stessi a livello di macroaree, ovvero i tre pilastri ESG, ognuna di esse opera attraverso un proprio processo valutativo, considerando differenti aspetti di specifica valutazione, utilizzando metriche non necessariamente identiche e ponderando le performance delle varie aree di interesse a proprio piacimento<sup>47</sup>. Verranno descritte ed approfondite nel successivo paragrafo di questo capitolo le principali problematiche ed implicazioni derivanti dalle difformità dei processi valutativi delle diverse agenzie di rating ESG.

Per procedere con la rassegna degli attori dell'informativa ESG, occorre ora considerare una delle grandi problematiche che affliggono il mondo del reporting sostenibile: la standardizzazione dei dati e delle modalità di reporting. Data infatti la complessità dell'oggetto di analisi, risulta fondamentale che i dati ad esso relativi siano il più possibile standardizzati ed uniformati ai fini di una più agevole comparazione tra le performance ESG di imprese diverse. In risposta a questa esigenza sono quindi nate delle organizzazioni, principalmente di natura internazionale e senza scopo di lucro, aventi come obiettivo primario quello di produrre cornici di principi e standard che fungano da guida per la contabilizzazione

---

<sup>47</sup> CHATTERJI A. K., DURAND R., LEVINE D. I., TOUBOUL S., “*Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers*”, *Strategic Management Journal*, 37, 1597–1614, (2016).

e il reporting dell'informativa sulla sostenibilità aziendale e promuoverne l'applicazione. È importante comprendere la distinzione tra cornice di principi, o "framework", e standard: la cornice costituisce una guida generale e si compone di una serie di principi che definiscono i contenuti generali, la strutturazione e la preparazione dell'informazione. Gli standard invece forniscono le metriche e i requisiti specifici, dettagliati e replicabili per un'analisi più approfondita degli argomenti generali definiti originariamente dal framework. Gli standard rappresentano l'esecuzione e la concretizzazione dei principi, garantendo informazioni comparabili, coerenti e affidabili. Questi due elementi sono quindi complementari e sono concepiti per un utilizzo congiunto<sup>48</sup>. Chiaramente, al fine del raggiungimento di una armonizzazione il più possibile inclusiva ed estesa geograficamente, occorre che tali organizzazioni collaborino ed operino in concerto tra di loro. Per questo motivo, nel Settembre 2020, i cinque principali standard setter della sostenibilità, che sono il Sustainable Accounting Standards Board (SASB), il Global Reporting Initiative (GRI), l'International Integrated Reporting Council (IIRC), il Carbon Disclosure Project (CDP) e il Climate Disclosure Standards Board (CDSB), hanno annunciato un impegno di collaborazione per la definizione di una visione condivisa su un sistema di rendicontazione aziendale completo che includa sia la contabilità finanziaria che l'informativa sulla sostenibilità. Nel paper,

---

<sup>48</sup> <https://www.sasb.org/about/sasb-and-other-esg-frameworks>

intitolato “*Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting*”, viene inoltre ribadito il fondamentale ruolo delle tassonomie e delle tecnologie per la strutturazione dei dati ESG nell’agevolare la condivisione e la comparazione delle performance, nonché l’importanza di piattaforme di dati accessibili al pubblico, in un’ottica di democratizzazione dell’accesso a tali informazioni. Nel Dicembre 2020, il gruppo degli standard setter ha pubblicato un prototipo di standard per l’informativa relativa al clima, illustrando come i concetti del paper di Settembre possono essere applicati alla disclosure climatica e raggruppando in una guida pratica contenuti e metriche di valutazione.

A conclusione di questa panoramica sugli attori dell’informativa ESG, è doveroso menzionare i regolatori, nazionali e sovranazionali. Questi infatti hanno il potere di emanare, nel contesto della propria giurisdizione, norme che impongano alle imprese obblighi di disclosure informativa non finanziaria. In questo senso, le istituzioni politiche hanno la possibilità di promuovere la divulgazione e la trasparenza delle informazioni sulla sostenibilità aziendale. In questo frangente, potrebbe rivelarsi di grande utilità il lavoro svolto dagli standard board: nel definire tali obblighi di disclosure o nell’individuare requisiti di sostenibilità anche per altre finalità regolamentari, i legislatori potrebbero fare riferimento alle linee guida definite dagli standard board, liberandosi degli oneri collegati al lungo processo di produzione degli principi e standard e favorendo inoltre l’armonizzazione internazionale delle metodologie di misurazione e reporting delle performance di

sostenibilità. Per quanto riguarda l'Europa, è evidente la volontà di promuovere, attraverso la regolamentazione, la trasparenza informativa sulla performance ESG delle aziende e una maggiore armonizzazione degli standard, almeno a livello europeo: il lancio della revisione della Non-Financial Reporting Directive e la nuova Tassonomia sugli investimenti sostenibili ne costituiscono la prova inconfutabile.

## **II.2. Misurazione della sostenibilità aziendale: problematiche e questioni dell'approccio bottom-up**

È stato evidenziato fin qui nel corso della trattazione come le agenzie di rating abbiano assunto un ruolo centrale nel mercato dell'informativa ESG e come abbiano acquisito sempre maggiore credibilità e fiducia presso gli operatori dei mercati finanziari. In particolare, il loro ruolo principale è stato ed è tuttora quello di raccogliere e selezionare informazioni al fine di produrre un giudizio, il rating, che quantifichi la performance delle aziende in ambito di sostenibilità. Ogni agenzia ha però sviluppato una propria metodologia di valutazione, adottando le metriche e i criteri che ritiene più opportuni e prendendo in considerazione gli aspetti di carattere non finanziario che più ritiene determinanti ed essenziali al fine di una misurazione della performance di sostenibilità. Inoltre, tali metodologie sono strutturate in modo da portare ad una quantificazione della sostenibilità in termini relativi rispetto all'universo delle imprese inquadrabili nello stesso settore di

operatività. Non si definisce quindi un'azienda sostenibile rispetto ad obiettivi assoluti e stabiliti a priori; le agenzie hanno proceduto per tentativi, elaborando i dati che riuscivano a trovare, generando ipotesi di modelli potenzialmente validi per la valutazione della sostenibilità, oltretutto gelosamente custoditi e poco trasparenti in quanto ritenuti asset strategico-competitivi. Si tratta dunque di processi valutativi che non possono essere oggetto di revisione e verifica di attendibilità da parte di soggetti esterni, in merito alle metriche e alle procedure adottate.

Questa logica adottata dalle agenzie di rating può essere qualificata come uno schema bottom-up nell'ambito della valutazione della sostenibilità: delle strategie provenienti "dal basso", cioè da operatori del mercato, che ambiscono a valutare e giudicare in merito ad un concetto così delicato e complesso come quello della sostenibilità aziendale. Tali strategie operano per tentativi nel raggiungimento dell'obiettivo, la valutazione della sostenibilità aziendale, il quale però non è stato definito a priori in modo corretto, esaustivo e condiviso, né tantomeno i risultati che devono essere ottenuti per il suo pieno raggiungimento.

Recentemente, numerosi ricercatori ed accademici si sono interrogati sulla validità e sull'effettiva efficacia dei processi valutativi e delle metodologie delle agenzie di rating ESG, riscontrando non poche problematiche e contraddizioni insite negli schemi adottati, che verranno esposte nel corso del paragrafo. Nonostante tutto, i rating ESG delle agenzie hanno comunque trovato approvazione e sono stati

oggetto di largo utilizzo da parte degli operatori, in quanto hanno rappresentato fino ad ora l'unica soluzione disponibile sul mercato per una rapida acquisizione e applicazione delle informazioni di carattere ESG.

### ***II.2.1. Agenzie di rating come standard-setter della sostenibilità***

Una prima problematica è quella relativa alla natura privata delle agenzie di rating ESG. Bisogna tenere presente che nel corso degli anni, queste agenzie si sono affermate saldamente nel mercato dell'informativa ESG ed hanno acquisito una solida reputazione e credibilità presso gli operatori dei mercati finanziari. Molti investitori, ai fini dell'integrazione di considerazioni di carattere ESG nei processi d'investimento, si basano in modo sistematico sui rating prodotti dalle agenzie, assumendone implicitamente la validità e legittimando l'operato dei raters. In assenza di una normativa che identifichi quali sono i criteri e le metriche validi per una misurazione veritiera della sostenibilità aziendale, le agenzie di rating si sono trovate ad avere l'enorme potere di definire in modo indiretto, nella scelta dei criteri di valutazione e di ponderazione da adottare per il calcolo del rating, quali comportamenti e quali aspetti dell'operatività aziendale contribuiscono a decretare "sostenibile" un'impresa, qualificandosi quindi a tutti gli effetti come standard-setter della sostenibilità.

È quindi lecito interrogarsi sulla validità delle metriche utilizzate da agenzie di rating private nella misurazione di queste performance. Qualora infatti i criteri di

misurazione utilizzati non siano ottimali ai fini di una valutazione effettiva della sostenibilità aziendale, si andrebbe incontro ad una erronea allocazione delle risorse, sia dalla prospettiva degli investitori green che si affidano ai rating delle agenzie, sia per quanto riguarda le azioni promosse dal management delle stesse aziende oggetto di valutazione nel tentativo di migliorare la performance ESG dell'attività aziendale<sup>49</sup>. Nel paper “*Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues*”, gli autori si domandano infatti “*Se i dati ESG non riflettono attendibilmente e validamente la realtà organizzativa [ . . . ] in che modo le pratiche di investimento sostenibile possono contribuire allo sviluppo sostenibile?*”<sup>50</sup>. Tali inefficienze allocative graverebbero enormemente non solo sui soggetti appena citati ma soprattutto sul benessere comune, rallentando il processo di transizione ecologica del sistema produttivo e vanificando quindi parte degli sforzi profusi nell'affrontare il problema della crisi climatica e più in generale quello dello sviluppo sostenibile. Alla luce di queste considerazioni, appare decisamente inopportuno e non ottimale lasciare piena libertà alle agenzie di rating nell'individuazione dei criteri e delle metriche rilevanti ai fini della valutazione delle performance ESG delle aziende, così pure il fatto che non sia possibile effettuare controlli di validità esterni ed imparziali a causa della scarsa trasparenza delle agenzie in merito ai propri schemi valutativi. Almeno per quanto riguarda il

---

<sup>49</sup> Op. Cit. CHATTERJI A. K., DURAND R., LEVINE D. I., TOUBOUL S., (2016).

<sup>50</sup> BUSCH T., BAUER R., ORLITZKY M., “*Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues*”, *Business & Society*, 55(3), 303–329, (2016).

pilastro ambientale, l'aspetto più delicato e urgente ai fini della lotta alla crisi climatica, tali questioni dovrebbero competere a soggetti esperti in ambito di salvaguardia ambientale, accademici e studiosi in grado di definire, con cognizione di causa e sulla base di evidenze scientifiche, quelle che sono le pratiche aziendali e le variabili che hanno effettivamente un impatto rilevante sul clima e che devono quindi essere prese in considerazione per una valutazione veritiera e corretta della performance ambientale delle aziende.

Oltretutto, la natura privata delle agenzie potrebbe generare il rischio di conflitti di interesse. Le agenzie di rating potrebbero infatti valutare in modo più favorevole quelle aziende nelle quali detengono partecipazioni o interessi più o meno diretti, generando ulteriori distorsioni nella valutazione delle performance ESG<sup>51</sup>.

### ***II.2.2. Il ruolo della standardizzazione: oggetti e metriche d'indagine***

Si è già parlato dell'importanza della standardizzazione delle informazioni e delle modalità di reporting per quanto riguarda la fonte primaria di produzione dei dati ESG, ovvero le aziende, ai fini di una migliore fruizione dei dati grezzi da parte dei vari stakeholder. Questo aspetto risulta fondamentale anche quando si prendono in considerazione le successive elaborazioni dei dati da parte delle agenzie di rating ESG. Nel valutare le performance di sostenibilità attraverso il proprio schema di

---

<sup>51</sup> TANG D. Y., YAN J., YAO C. Y., “*The Determinants of ESG Ratings: Rater Ownership Matters*”, (2020).

misurazione, le agenzie potrebbero avere visioni divergenti rispetto a due questioni: il “cosa” valutare, ossia quali aspetti specifici prendere in considerazione in quanto ritenuti rilevanti ai fini della valutazione della sostenibilità, e il “come” valutare, cioè quali metriche utilizzare per la misurazione degli aspetti considerati. Queste difformità di visioni potrebbero portare a fenomeni di divergenza tra i rating di agenzie diverse relativi ad una stessa azienda e potrebbero rappresentare un sintomo di scarsa validità dei giudizi stessi. Un importante studio svolto nel 2015 da A. K. Chatterji, R. Durand, D. I. Levine e S. Touboul dal titolo *“Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers”* testimonia una sorprendente mancanza di accordo tra i giudizi di rating ESG di sei principali raters attivi in questo segmento di mercato. I giudizi di rating potrebbero comunque preservare la loro validità anche in caso di divergenza, qualora questa dipendesse da differenze in termini di aspetti considerati per la valutazione della CSR. Giudizi di rating divergenti potrebbero dunque essere validi relativamente agli specifici aspetti d’indagine considerati, nella misura in cui gli utenti siano consapevoli dell’origine di tali divergenze e condividano la stessa definizione di CSR adottata dall’agenzia da cui stanno attingendo informazioni. Nonostante questa doverosa precisazione, lo studio sopra citato afferma che le divergenze dei rating permangono anche dopo aver effettuato degli aggiustamenti per le differenti definizioni di CSR considerate dalle varie agenzie. Un altro studio ha confermato che la divergenza tra i rating è dovuta principalmente alla diversità delle metriche

di misurazione adottate<sup>52</sup>. Tali risultati invitano dunque gli utenti dei rating ESG ad adottare cautela nell'interpretare la connessione di tali rating con la reale ed effettiva performance di sostenibilità aziendale.

L'assenza di standardizzazione delle definizioni di CSR e delle modalità di misurazione adottate e le conseguenti divergenze tra i rating hanno portato dunque a mettere in dubbio la solidità e la validità in termini assoluti dei giudizi di rating prodotti dalle agenzie ESG. Inoltre, la scarsa trasparenza circa gli schemi valutativi adottati ha ostacolato la possibilità di effettuare valutazioni esterne imparziali riguardo alla validità di tali processi valutativi e ha reso molto complicata la comprensione di cosa essi misurino e la comparazione tra le valutazioni provenienti da agenzie diverse.

Attraverso la nuova Tassonomia sugli investimenti sostenibili, la Commissione Europea ambisce dunque a risolvere questa problematica, proponendo definizioni precise di quali siano gli aspetti rilevanti ai fini di una corretta condotta di CSR aziendale e quali siano le metriche di quantificazione e i livelli di performance che permettono di definire sostenibile una certa attività economica.

---

<sup>52</sup> BERG F., KOELBEL J. F., RIGOBON R., “*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*”, FEEN Webinar Series, (2020).

### ***II.2.3. Metodologia di valutazione: tra approccio percentilico e definizione di standard assoluti di performance***

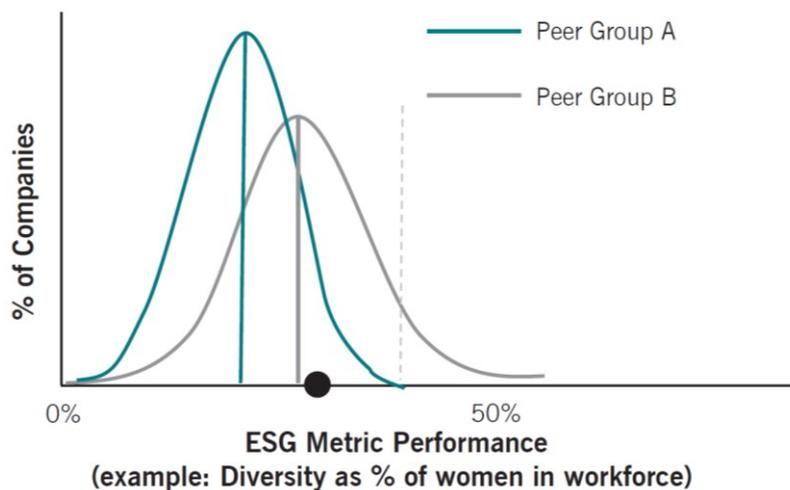
Un'ultima problematica da considerare relativa ai giudizi di rating prodotti dalle agenzie riguarda la metodologia di valutazione e assegnazione del punteggio finale. È importante infatti comprendere la modalità con cui le agenzie di rating quantificano la bontà della performance di sostenibilità delle imprese. Generalmente, le agenzie di rating ESG adottano un approccio percentilico: ciò significa che la bontà della performance, relativamente ad ognuna delle specifiche metriche ESG adottate, è determinata in base al posizionamento relativo dell'azienda considerata rispetto alle performance registrate dall'insieme delle aziende appartenenti ad un pool di riferimento precedentemente individuato<sup>53</sup>. Alla compagnia che registrerà la performance migliore verrà dunque attribuito il giudizio più alto della scala di valutazione adottata mentre la peggiore riceverà il punteggio più basso. Il range di performance è quindi definito dalla migliore e dalla peggiore performance registrata all'interno di un medesimo gruppo di riferimento. Appare evidente come la facoltà di scelta dei criteri per l'individuazione dei pool di aziende considerate "peers" costituisca un'altra potenziale causa di divergenza tra rating di diverse agenzie. Il criterio di scelta che sembrerebbe logicamente più corretto è l'appartenenza allo stesso settore produttivo, il quale costituisce per

---

<sup>53</sup> Si veda diffusamente: KOTSANTONIS S., SERAFEIM G., *"Four Things No One Will Tell You About ESG Data"*, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 31, Number 2, pag 51-52-53, (2019).

l'appunto quello maggiormente utilizzato dai raters. Sarebbe del tutto inappropriato infatti mettere a confronto le performance ESG registrate da un'azienda del settore energetico con quelle di un'azienda del settore commerciale o finanziario. Tuttavia, le agenzie potrebbero seguire differenti sistemi di classificazione dei settori produttivi, quali ad esempio il GICS, il BICS o il NACE, o considerare solo aziende operanti in specifiche aree geografiche. Una stessa azienda che ha registrato una determinata performance potrebbe dunque essere valutata diversamente se messa in relazione a gruppi di aziende diverse: se le aziende di un gruppo hanno performato in modo mediamente peggiore rispetto ad un altro gruppo, l'azienda oggetto di valutazione otterrà un giudizio migliore nel primo caso e peggiore nel secondo.

**Figura II.1. Esempio che mostra l'importanza della composizione del Peer Group nel valutare le prestazioni relative di una società su una data metrica ESG**



*Fonte: KOTSANTONIS S., SERAFEIM G., "Four Things No One Will Tell You About ESG Data", Journal of Applied Corporate Finance, Volume 31, Number 2, 2019*

Nell’ottica dell’approccio di valutazione percentilico, la composizione del gruppo dei “peers” influenza dunque necessariamente il giudizio finale attribuito all’azienda oggetto di valutazione. Anche in questo caso però, la mancanza di trasparenza sulle composizioni dei “peer group” e sui range di performance contribuisce a determinare inconsistenze tra i giudizi di rating delle diverse agenzie e a minarne ulteriormente la validità e l’affidabilità.

Un metodo alternativo per la definizione dei range di performance è costituito dalla definizione di standard assoluti di performance e consiste nell’individuare a priori quali soglie di performance definiscono quelli che sono i migliori e i peggiori risultati registrabili relativamente alle specifiche metriche ESG adottate. Tuttavia, tale approccio ha senso nella misura in cui si è d’accordo su quali sono le migliori performance registrabili relativamente alle specifiche metriche<sup>54</sup> e se tale range è valido per tutti i settori produttivi. Inoltre, per alcune metriche non è possibile definire dei valori estremi massimi che individuino un intervallo di possibili valori. Se consideriamo ad esempio la metrica ESG “utilizzo dell’acqua”, risulta difficile individuare in termini assoluti un valore massimo rispetto al quale valutare la performance delle aziende.

La nuova Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili proverà a dare il proprio contributo anche su questo aspetto, individuando, per determinate tipologie

---

<sup>54</sup> Il che presuppone che ci sia accordo anche sulla scelta delle metriche, ritornando quindi al problema esposto nel sottoparagrafo precedente.

di attività, soglie assolute di performance per specifiche metriche che fungano da benchmark. Attraverso la definizione da parte del Technical Expert Group dei criteri standard “positivi”, ossia soglie ottimali di performance, un’impresa potrà essere definita sostenibile in caso di raggiungimento di tali specifici livelli di performance predefiniti. Il passo successivo sarà invece costituito dalla cosiddetta “Brown Taxonomy”: come già annunciato dal TEG nel documento “*Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*” nella sezione dedicata alle prospettive future di sviluppo della Tassonomia, attraverso la Brown Taxonomy verranno individuate delle soglie di performance assolute “negative”, al di sotto delle quali l’impresa sarà etichettata come non sostenibile.

## **CAPITOLO III**

### **LA TASSONOMIA EUROPEA SUGLI INVESTIMENTI SOSTENIBILI**

Nel corso dell'ultimo ventennio i mercati finanziari sono stati testimoni di una clamorosa virata verso la rotta della sostenibilità. Investitori istituzionali, fund manager ma anche piccoli investitori privati, hanno deciso di intraprendere questa direzione nell'allocazione delle risorse finanziarie, spinti sia da una rinnovata consapevolezza sociale circa la gravità e l'urgenza della crisi climatica ma anche dalle ampie potenzialità remunerative e dai ritorni effettivamente registrati da questi investimenti, soprattutto negli ultimi anni. La finanza sostenibile, e in particolar modo la finanza green, ricopre un ruolo di vitale importanza nella lotta all'incombente crisi climatica. I capitali provenienti dai mercati finanziari costituiscono il carburante dell'economia reale e devono dunque essere allocati in modo da sostenere e promuovere quelle attività economiche realmente sostenibili, specialmente in ambito ambientale, che siano in grado di contribuire all'ambizioso e urgente processo di riconversione ecologica della società e dei sistemi produttivi. Tuttavia, la complessità di definizione del concetto di sostenibilità, unita a lacune normative perpetuate nel tempo, ha impedito al mondo della finanza sostenibile di esprimere a pieno il proprio potenziale. Si è già ampiamente discusso in merito alla difficoltà da parte degli investitori green nell'individuare investimenti che siano realmente sostenibili, alle criticità dovute alla scarsità, all'incompletezza e

all'inconsistenza dei dati di carattere non finanziario prodotti dalle aziende, alla non univocità e assolutezza delle modalità e metriche adottabili per quantificare il grado di sostenibilità aziendale e alle problematiche legate ai giudizi di rating prodotti dalle agenzie attive nel settore ESG. In aggiunta, molte aziende hanno comunque voluto cavalcare l'onda della rivoluzione green, adottando spesso strategie di comunicazione volte a sostenere e valorizzare la propria reputazione ambientale attraverso un uso improprio di richiami all'ambiente, non supportate però da azioni reali e concrete. Questa pratica di marketing, nota anche come "greenwashing", è stata oggetto di largo utilizzo da parte di alcune aziende, favorita soprattutto dall'assenza di una cornice normativa che definisse in modo chiaro i criteri e le modalità per una corretta valutazione della sostenibilità d'impresa. Questa iperinflazione di false rivendicazioni green da parte delle aziende, spesso in palese contraddizione con il tipo di business svolto, ha generato ulteriore confusione in ambito di performance di CSR e ha portato i consumatori a dubitare dell'onestà delle dichiarazioni di operatività green delle aziende, vanificando dunque gli sforzi delle aziende realmente attente alla sostenibilità e facendo perdere loro il potenziale vantaggio competitivo su questo fronte<sup>55</sup>.

In questo contesto di urgente necessità di cambiamento, di revisione delle priorità della società in chiave sostenibile ma soprattutto di confusione e di indefinitezza

---

<sup>55</sup> FURLOW N. E., "Greenwashing in the New Millennium", *Journal of Applied Business and Economics*, (2010).

circa il concetto di sostenibilità, si inserisce la Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili, che costituisce un tassello imprescindibile per l'attuazione del più ampio progetto del "Action Plan on financing sustainable growth", il piano che definisce la nuova strategia europea per la promozione e il potenziamento della finanza sostenibile. Fornendo adeguate definizioni alle imprese, agli investitori e ai responsabili politici in merito alle attività economiche che possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale, la Tassonomia serve a dare sicurezza agli investitori, proteggendoli dal greenwashing e orientandoli verso occasioni d'investimento realmente green, a mitigare la frammentazione del mercato degli investimenti sostenibili e a guidare le aziende nella pianificazione della transizione ecologica. La Tassonomia rappresenta uno strumento indispensabile affinché sia possibile un'allocazione realmente sostenibile delle risorse, permettendo quindi al sistema finanziario di esprimere a pieno il proprio potenziale nel contesto della lotta alla crisi climatica.

### **III.1. L'approccio top-down nella valutazione della sostenibilità**

Si è già discusso in merito alle soluzioni proposte dal settore del privato sulla definizione del concetto di sostenibilità e dei criteri e delle metodologie per la sua valutazione e ne sono state analizzate le criticità e le limitazioni. Le proposte provenienti "dal basso" hanno l'effetto di complicare ulteriormente la situazione, proponendo definizioni alternative, non univoche e generando giudizi di merito

spesso divergenti tra loro, facendo vacillare la loro stessa validità. L'attuale mancanza di chiarezza su ciò che costituisce un'attività economica sostenibile dal punto di vista ambientale potrebbe essere ulteriormente esacerbata qualora singoli Stati tentassero di intervenire in questo campo in modo autonomo e non coordinato. Ciò contribuirebbe alla costruzione di barriere nazionali all'interno del mercato dei capitali sostenibili, aumentandone la frammentazione e rendendo più difficile e costoso per gli investitori discernere tra investimenti realmente sostenibili e non.

In questo senso, la Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili rappresenta uno dei primi casi di produzione normativa a carattere sovranazionale volta a definire in modo ben preciso ed univoco il concetto di sostenibilità, delineando quali debbano essere gli aspetti da prendere in considerazione per una sua corretta misurazione e definendo una classificazione delle attività economiche che possono essere considerate sostenibili, in base alle quali potranno essere etichettati come sostenibili anche gli investimenti specificamente destinati a tali attività. Chiaramente questi aspetti valutativi rappresentano solo il risultato finale di un approfondito processo di studio della problematica principale, corredato dalla definizione di un framework nel quale vengono individuati i principi generali, gli strumenti necessari e gli obiettivi da raggiungere per la risoluzione del problema.

Una logica top-down quella seguita dalla Commissione Europea nel difficile compito di definire la sostenibilità in funzione della lotta al cambiamento climatico, che parte dall'inquadramento analitico e scientifico della problematica, individua

in modo chiaro e preciso gli obiettivi da raggiungere per risolverlo, e solo infine stabilisce i criteri, i parametri e le soglie per quantificare e verificare l'effettivo raggiungimento di tali obiettivi.

Attraverso la Tassonomia sugli investimenti sostenibili la Commissione Europea intende fare chiarezza sul concetto di sostenibilità, con l'obiettivo di eliminare definitivamente ogni tipo di ambiguità e incertezza in merito e superare l'eterogeneità nelle modalità e nei criteri di valutazione della sostenibilità aziendale. Emanando norme contenenti definizioni ben precise di cosa possa essere etichettato come sostenibile e introducendo inoltre obblighi di disclosure in merito all'allineamento a tali definizioni, la Commissione Europea vuole spingere la finanza sostenibile ad un livello superiore di affidabilità, trasparenza ed efficacia nel processo di transizione ecologica dell'economia europea, creando le condizioni ideali affinché gli investitori riescano ad individuare con più agilità e sicurezza le imprese che svolgono attività realmente sostenibili, proteggendo loro e i consumatori da tutte quelle pratiche commerciali e comunicative fuorvianti e scorrette che hanno fino ad oggi prosperato in una situazione di vuoto normativo e di confusione generalizzata sul complesso tema della sostenibilità.

### **III.2. La Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili**

Il cambiamento climatico è ormai un dato di fatto. Numerose comunità e realtà produttive in tutto il mondo hanno iniziato a sperimentare direttamente i primi

effetti derivanti dall'innalzamento delle temperature e da tutti gli eventi dannosi che ne conseguono. La comunità scientifica è ormai unita nell'affermare che le emissioni globali devono necessariamente diminuire del 50% nel prossimo decennio affinché ci sia la possibilità di mantenere l'innalzamento della temperatura globale al di sotto di 1,5 gradi ed evitare così le conseguenze più catastrofiche del cambiamento climatico<sup>56</sup>. L'Unione Europea sta lavorando strenuamente in tutte le aree di propria competenza e giurisdizione per riuscire a rispettare gli impegni internazionali per il clima e a raggiungere gli obiettivi del Green Deal Europeo, primo tra tutti la neutralità climatica entro il 2050. Dal punto di vista finanziario, gli investimenti necessari al raggiungimento di tali obiettivi sono enormi ed è indispensabile anche la mobilitazione di ingenti capitali privati, in quanto le sole risorse del settore pubblico non sarebbero sufficienti per affrontare questa sfida. Secondo le stime dell'OCSE, infatti, saranno necessari globalmente 6.350 miliardi di euro l'anno per raggiungere gli obiettivi dell'accordo di Parigi entro il 2030. In questo senso, la Commissione Europea ha individuato nella finanza sostenibile lo strumento fondamentale per la canalizzazione dei capitali privati a favore delle attività più virtuose dal punto di vista ambientale e in grado di trainare il processo di transizione ecologica e sviluppo sostenibile dell'economia europea. Già a Marzo del 2018 l'organo esecutivo dell'Unione Europea ha lanciato un

---

<sup>56</sup> IPCC, “*Summary for Policymakers*”, Special Report: “*Global Warming of 1.5°C*”, (2018).

enorme piano noto come “Action Plan on financing sustainable growth”, volto a promuovere lo sviluppo della finanza sostenibile in Europa e ad accrescerne il potenziale d’impatto. Proprio all’interno di questa nuova strategia europea viene progettata la pubblicazione di una Tassonomia Europea per la classificazione delle attività e degli investimenti sostenibili.

### ***III.2.1 Definizione e contesto normativo***

Generalmente, con il termine “tassonomia”<sup>57</sup> si fa riferimento alla disciplina che si occupa della classificazione di fenomeni o concetti secondo un sistema predeterminato. Ogni tipo di classificazione deve basarsi necessariamente su dei principi sottostanti definiti a priori che ne guidano la realizzazione. Nel caso della Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili, la classificazione mira ad individuare le attività economiche che possono essere considerate realmente sostenibili, in particolar modo sul fronte ambientale, sulla base dei principi generali individuati dalla Commissione nel documento “*Proposal for a regulation on establishment of a framework to facilitate sustainable investments*” del 2018. Tale documento, successivamente integrato e ufficializzato nella “*Taxonomy Regulation*”<sup>58</sup>, definisce il framework generale per la nuova Tassonomia, e contiene i principi in base ai quali dovranno essere individuate le attività economiche

---

<sup>57</sup> Dal greco *taxis*, disposizione o divisione, e *nomos*, legge.

<sup>58</sup> Regolamento UE 2020/852

“eligible”, cioè candidate all’acquisizione dello status di sostenibili secondo la Tassonomia, che potrà poi essere confermato qualora siano rispettate le altre condizioni stabilite dal framework delle quali si parlerà in seguito. Nello specifico, per poter superare questa selezione iniziale, l’attività dovrà contribuire in maniera significativa ad almeno uno dei sei obiettivi di sostenibilità ambientale, già individuati dalla Commissione nel documento del 2018, senza contemporaneamente danneggiarne uno degli altri. Gli obiettivi ambientali in questione sono i seguenti: *Climate Change Mitigation*, che consiste nello “stabilizzare le concentrazioni di gas a effetto serra nell’atmosfera al livello che impedisce pericolose interferenze di origine antropica con il sistema climatico in linea con l’obiettivo di temperatura a lungo termine dell’accordo di Parigi evitando o riducendo le emissioni di gas a effetto serra o aumentando l’assorbimento dei gas a effetto serra”<sup>59</sup>; *Climate Change Adaptation*, che consiste nella generazione di “soluzioni di adattamento che riducono in modo sostanziale il rischio di effetti negativi del clima attuale e del clima previsto per il futuro sull’attività economica o riducono in modo sostanziale tali effetti negativi, senza accrescere il rischio di effetti negativi sulle persone, sulla natura o sugli attivi”<sup>60</sup>; l’uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; la transizione verso un’economia

---

<sup>59</sup> Art. 10, Regolamento UE 2020/852

<sup>60</sup> Art. 11, Regolamento UE 2020/852

circolare; la prevenzione e la riduzione dei livelli di inquinamento; la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Un'altra condizione necessaria per constatare l'allineamento dell'attività alla Tassonomia consiste nel rispetto delle linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali<sup>61</sup> e dei principi guida delle Nazioni Unite in materia di imprese e diritti umani<sup>62</sup>, nonché della dichiarazione dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro (ILO) sui diritti fondamentali e principi sul lavoro, inclusi i principi e i diritti stabiliti delle otto convenzioni fondamentali dell'ILO, e il rispetto della Carta internazionale dei diritti dell'uomo<sup>63</sup>. Se si volesse fare un parallelismo con i concetti espressi dai rating ESG, è possibile affermare che la prima condizione del framework avvalora l'aspetto della sostenibilità aziendale relativo al pilastro Environmental mentre le richieste della seconda condizione prendono in considerazione la performance di sostenibilità dell'azienda per quanto riguarda i pilastri Social e Governance. Risulta evidente come, nella definizione del concetto di sostenibilità nel contesto della lotta alla crisi climatica, la Commissione Europea abbia deciso di dare maggiore rilevanza alle questioni di natura ambientale, imponendo come criterio primario di selezione delle attività economiche il contributo sostanziale ad uno dei sei obiettivi di sostenibilità ambientale individuati

---

<sup>61</sup> “*Guidelines for Multinational Enterprises*”

<sup>62</sup> “*Guiding Principles on Business and Human Rights*”

<sup>63</sup> Art. 18, Regolamento UE 2020/852

e solo come step secondario la verifica di requisiti di carattere sociale e di governance.

La Taxonomy Regulation prevede infine che vengano individuati, attraverso ulteriori atti delegati, dei criteri tecnici di screening per ogni attività economica “eligible” e in riferimento ad ognuno degli obiettivi ambientali. Questi consistono in metriche di valutazione di natura quantitativa o qualitativa, con relative soglie di performance minime, che dovranno necessariamente essere soddisfatti al fine di verificare se una determinata attività economica contribuisce in modo sostanziale all’obiettivo considerato. Analogamente, viene richiesta l’individuazione dei criteri di screening e relative soglie di livello per verificare che l’attività non arrechi un danno significativo agli altri obiettivi ambientali<sup>64</sup>. È opportuno specificare che non per tutte le attività economiche “eligible” verranno individuati criteri DNSH relativamente a tutti gli obiettivi di sostenibilità. I criteri di screening e le relative soglie di livello corrispondono rispettivamente alle metriche di valutazione e alle soglie assolute di performance di cui si è parlato nel corso del capitolo precedente. Definendo in modo chiaro e preciso gli strumenti e le soglie di performance da considerare per decretare sostenibile una certa attività, la Commissione intende fare chiarezza sul concetto di sostenibilità e superare definitivamente il pluralismo che fino ad oggi ha dominato il mondo della valutazione della sostenibilità aziendale.

---

<sup>64</sup> Anche indicati come criteri “Do Not Significant Harm”, in breve DNSH.

Una volta definito il framework e i principi fondamentali per l'individuazione delle attività sostenibili, la Commissione decide, nel Luglio del 2018, di demandare ad un gruppo di esperti del settore, noto come Technical Expert Group (TEG), il compito di redigere in concreto la Tassonomia, individuando nello specifico una lista di attività economiche potenzialmente in grado di contribuire agli obiettivi di Climate Change Mitigation e Climate Change Adaptation, ossia le attività "eligible" relativamente a tali obiettivi. Il mandato del TEG prevede inoltre la produzione di raccomandazioni circa l'individuazione dei criteri tecnici di screening e relative soglie di performance per la valutazione del contributo sostanziale delle attività economiche agli obiettivi sopra citati. Tali proposte dovranno poi essere confermate ed ufficializzate attraverso l'emanazione di atti delegati, affinché possano essere applicabili a partire dalla fine del 2021. Nel Marzo 2020, il TEG pubblica il risultato finale del proprio lavoro con il report "*Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*", con relativi allegati tecnici annessi. Questo report contiene, oltre agli elementi menzionati poc'anzi, raccomandazioni relative alla struttura generale della Tassonomia, nonché un'ampia guida pratica su come le società e gli istituti finanziari possono utilizzare la Tassonomia e divulgare le informazioni da essa richieste. L'importante lavoro svolto dal TEG non costituisce però un punto di arrivo ma una solida base di partenza per il completamento della stesura della Tassonomia in tutti i suoi elementi. Concluso il mandato del TEG nel Settembre 2020 infatti, i lavori per la Tassonomia vengono proseguiti da un

organismo permanente, la “*Platform on Sustainable Finance*”, la cui istituzione era già stata prevista dall’articolo 20 della Taxonomy Regulation. Il suo scopo è quello di fornire consulenza alla Commissione Europea per il necessario proseguimento dei lavori della Tassonomia e per eventuali revisioni future, fornendo in particolare assistenza in merito alle questioni di natura tecnica per la definizione dei criteri di screening, oltre che supportare la Commissione nello sviluppo delle politiche per la finanza sostenibile.

Per quanto riguarda i contenuti principali del report finale prodotto dal TEG, sono stati analizzati, sulla base della classificazione NACE<sup>65</sup>, i settori macroeconomici più rilevanti in termini di emissioni di gas serra nell’UE. I macrosettori interessati, responsabili del 93,5% delle emissioni di gas serra in Europa, sono i seguenti: agricoltura, silvicoltura e pesca; settore manifatturiero; produzione di elettricità, gas, vapore e aria condizionata; acqua, fognatura e servizi connessi di bonifica; trasporti e logistica; settore edilizio; settore delle tecnologie informatiche e delle telecomunicazioni. Sono state quindi redatte due liste, una per l’obiettivo Climate Change Mitigation e una per il Climate Change Adaptation, contenenti le specifiche attività “eligible”, con un livello di dettaglio settoriale NACE a quattro cifre, potenzialmente in grado di contribuire in modo sostanziale all’obiettivo considerato

---

<sup>65</sup> *Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne*, è il sistema di classificazione delle attività economiche nella Comunità Europea.

e che non arrechino danni significativi a nessuno degli altri obiettivi di sostenibilità ambientale.

Chiaramente è possibile che un'azienda svolga diversi tipi di attività economiche: in ogni caso l'allineamento alla tassonomia dovrà essere valutato singolarmente per ognuna delle attività svolte. Il grado di sostenibilità complessivo dell'impresa sarà dato dunque dal contributo, in termini di fatturato e/o di Capex, proveniente dalle attività in linea con tutti i criteri richiesti dalla regolamentazione.

Relativamente ad ognuna delle attività “eligible” individuate, il TEG ha quindi definito i criteri tecnici di screening e le soglie di performance necessarie per verificare che l'attività contribuisca in modo sostanziale all'obiettivo ambientale considerato e possa quindi esserne dichiarato l'allineamento alla Tassonomia. A titolo di esempio, si può prendere in considerazione, per l'obiettivo Climate Change Mitigation, l'attività “*Manufacture of cement*”<sup>66</sup>, appartenente al macrosettore NACE “Manufacturing”. Per questa attività il TEG propone come criteri tecnici e soglie di performance i seguenti parametri, testualmente riportati dall'allegato tecnico del TEG: “*Le soglie per il clinker da cemento (A) sono applicabili agli impianti che producono soltanto clinker e non producono cemento finito. Tutti gli altri impianti devono rispettare le soglie per il cemento o per leganti alternativi. (A) Clinker da cemento: le emissioni specifiche (calcolate in base alla metodologia*

---

<sup>66</sup> Codice NACE C23.5.1.

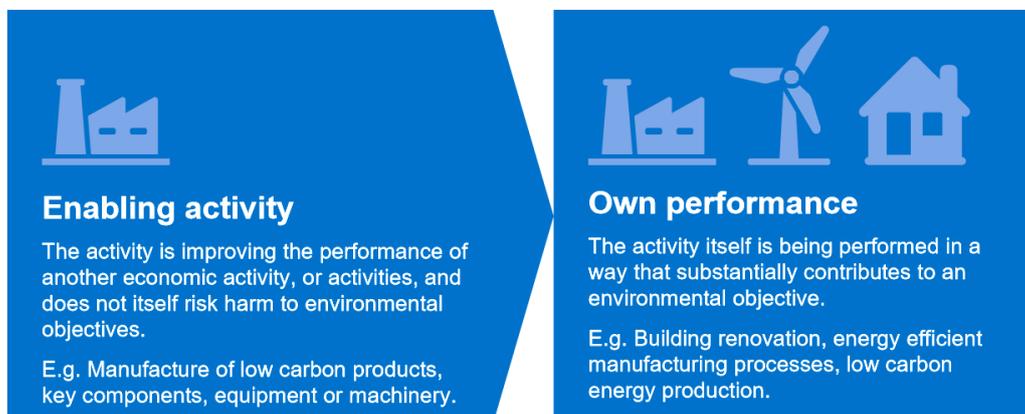
*utilizzata per i parametri di riferimento EU ETS) associate ai processi di produzione del clinker sono inferiori al valore del relativo parametro di riferimento EU ETS. Dal febbraio 2020, il valore di riferimento EU ETS per la produzione di clinker da cemento è: 0,766 tCO<sub>2</sub>e/t di clinker. (B) Cemento: le emissioni specifiche associate ai processi di produzione di clinker e cemento sono inferiori a: 0,498 tCO<sub>2</sub>e/t di cemento o legante alternativo”<sup>67</sup>. Il TEG ha inoltre prodotto un file Excel che riassume ed organizza in forma schematica i contenuti dell’allegato tecnico quali la lista delle attività “eligible”, separatamente per i due obiettivi ambientali di sua competenza, con i relativi criteri di screening e livelli di performance richiesti per la contribuzione all’obiettivo considerato e i criteri DNSH relativi agli altri obiettivi.*

Per ogni obiettivo ambientale, la Taxonomy Regulation riconosce due modalità con cui le attività in esame possono contribuire sostanzialmente a tali obiettivi: la prima è quella della contribuzione tramite “Own performance”, ossia in modo diretto attraverso i propri prodotti e prestazioni; la seconda è quella delle “Enabling activities”, cioè attività economiche che, mediante la fornitura dei loro prodotti o servizi, consentono ad altre attività di apportare un contributo sostanziale in modo diretto agli obiettivi di sostenibilità.

---

<sup>67</sup> TEG, “*Technical Annex to the final report on EU Taxonomy*”, (2020).

**Figura III.1. Definizione di Enabling Activities e di Own Performance**



*Fonte: "Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance"*

Il TEG individua poi una terza categoria di attività, dette "Transitional", in cui rientrano invece quelle attività attualmente ad alte emissioni, per le quali non esistono ancora soluzioni economicamente e tecnologicamente applicabili in grado di contribuire in modo sostanziale agli obiettivi di salvaguardia ambientale ma che potrebbero intraprendere nel prossimo futuro un percorso di transizione verso una sostenibilità operativa più elevata. Affinché tali attività possano essere dichiarate allineate alla Tassonomia è necessario che abbiano livelli di emissioni di gas serra corrispondenti alle migliori prestazioni del settore di riferimento, che non ostacolino lo sviluppo e la diffusione di alternative a basse emissioni e che non determinino una dipendenza da asset ad alta intensità di emissioni carboniche, considerando la durata economica di tali asset. Sono in ogni caso escluse dalla Tassonomia le attività di produzione di energia tramite combustibili fossili.

### ***III.2.2. Destinatari e modalità applicative***

Sono stati fin qui delineati i tratti principali della nuova Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili. La Taxonomy Regulation, oltre a definire i principi generali di riferimento per la stesura della Tassonomia, individua gli elementi necessari ai fini della sua implementazione. Tra le finalità principali della regolamentazione vi è quella di incrementare la trasparenza e la comunicazione delle informazioni inerenti alla sostenibilità. Vengono quindi definiti i destinatari della Tassonomia, ossia le categorie di soggetti che saranno tenuti all'adempimento di specifici obblighi di disclosure, anch'essi definiti dalla regolamentazione. Nello specifico, sono tre le categorie di soggetti interessati. La prima è quella degli operatori dei mercati finanziari che offrono prodotti finanziari nell'Unione Europea, compresi i fornitori di servizi pensionistici aziendali o professionali. Tali soggetti dovranno comunicare, in sede precontrattuale e successivamente tramite report periodici, per ogni prodotto d'investimento rilevante le seguenti informazioni: come e in che misura hanno utilizzato la Tassonomia per determinare la sostenibilità degli investimenti sottostanti; a quali degli obiettivi ambientali individuati dalla regolamentazione contribuiscono tali investimenti; infine la quota degli investimenti allineati alla Tassonomia, espressa come percentuale rispetto al totale degli investimenti contenuti nel prodotto d'investimento offerto. Inoltre, l'informativa dovrebbe includere dettagli in merito alle tipologie di attività in cui si

effettua l’investimento, specificando le proporzioni di investimento nelle attività “Enabling” e “Transitional”.

Gli obblighi di disclosure fin qui esposti sono tuttavia previsti esclusivamente per determinati tipi di prodotti d’investimento, offrendo per altre tipologie di strumenti la possibilità di seguire la logica del “comply-or-explain”<sup>68</sup>. Di seguito un elenco riassuntivo degli strumenti finanziari per i quali è obbligatoria la disclosure in merito all’allineamento alla Tassonomia.

**Tabella III.1. Strumenti per i quali è necessaria la disclosure sull’allineamento alla Tassonomia**

Market segment	In scope for Taxonomy disclosure
Pensions and Asset Management	<ul style="list-style-type: none"> <li>• UCITS funds:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• equity funds</li> <li>• exchange-traded funds (ETFs)</li> <li>• bond funds</li> </ul> </li> <li>• Alternative Investment Funds (AIFs):               <ul style="list-style-type: none"> <li>• fund of funds</li> <li>• real estate funds</li> <li>• private equity or SME loan funds</li> <li>• venture capital funds</li> <li>• infrastructure funds</li> </ul> </li> <li>• Portfolio management (under Article 4(1) of MiFID II)</li> <li>• Pensions:               <ul style="list-style-type: none"> <li>• pension products</li> <li>• pension schemes (defined with reference to IORP II)</li> <li>• pan-European personal pension products</li> </ul> </li> </ul>
Insurance	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Insurance-based investment products (IBIPs)</li> </ul>
Corporate & Investment Banking	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Securitisation funds</li> <li>• Venture capital and private equity funds</li> <li>• Portfolio management</li> <li>• Index funds</li> </ul>

Fonte: “Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance”

<sup>68</sup> *Comply or explain*: principio introdotto dall’art. 20 della *Direttiva 2013/34/UE* secondo il quale le società devono spiegare le motivazioni per la quali si sono discostate dall’osservazione di un regolamento su base volontaria.

In aggiunta, la regolamentazione richiede a questa categoria di soggetti la produzione di una disclosure in forma narrativa da accompagnare alle informazioni relative alle percentuali di allineamento alla Tassonomia dei prodotti offerti. Questa sarà utile a fornire alla clientela maggiori informazioni circa il processo di selezione degli investimenti green e riguardo alle modalità di calcolo adottate per la misurazione dell'allineamento degli investimenti alla Tassonomia, garantendo quindi il massimo grado di trasparenza possibile.

La seconda categoria di destinatari della Tassonomia è costituita dalle grandi società che sono già tenute a fornire una dichiarazione non finanziaria ai sensi della Non-Financial Reporting Directive. Tutte le società appartenenti a questa categoria dovranno fornire una descrizione di come e in che misura le attività economiche da loro svolte sono allineate alla Tassonomia. La regolamentazione distingue tra società finanziarie e non finanziarie, le cui differenze in termini di requisiti di disclosure verranno ulteriormente specificate da ulteriori atti delegati. In ogni caso, viene specificato che per le società a carattere non finanziario l'informativa dovrà includere la percentuale del fatturato (o Turnover) derivante dalle attività allineate alla Tassonomia, comprese le relative Capex (e le Opex se rilevanti).

La ratio di richiedere la misurazione dell'allineamento delle attività sia in termini di Turnover che in termini di Capex risiede nella diversità delle informazioni fornite da queste due diverse metriche di performance. Come evidenziato dal TEG nel report tecnico finale infatti *“Il fatturato fornisce un quadro chiaro di dove una*

società si trova attualmente relativamente alla Tassonomia. Consente agli investitori di segnalare la percentuale di stock d'investimento in attività allineate alla Tassonomia. Le Capex, al contrario, danno agli investitori un ottimo senso della direzione di marcia di un'azienda.”. Tuttavia il TEG propone delle distinzioni in merito all'utilizzo di queste metriche in riferimento alla tipologia di attività e rispetto ai due obiettivi di sua competenza ovvero il Climate Change Mitigation e il Climate Change Adaptation. Nella tabella seguente è riportata sinteticamente la visione del TEG al riguardo.

**Tabella III.2. Utilizzo delle metriche di performance in base all'obiettivo di ecosostenibilità**

Financial metric	Climate change mitigation	Climate change adaptation
Turnover	Can be counted where economic activity meets Taxonomy technical screening criteria for substantial contribution to climate change mitigation and relevant DNSH criteria.	Turnover can be recognised only for activities enabling adaptation. Turnover cannot be recognised for adapted activities at this stage.
Capex & opex	Can be counted where costs incurred (capex and, if relevant, opex) are part of a plan to meet Taxonomy technical screening criteria for substantial contribution to climate change mitigation and relevant DNSH criteria.	Can be counted where costs incurred (capex and, if relevant, opex) are part of a plan to meet Taxonomy technical screening criteria for substantial contribution to climate change adaptation and relevant DNSH criteria.

Fonte: “Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance”

Il TEG raccomanda inoltre che le società calcolino l'allineamento delle attività alla Tassonomia singolarmente per ciascuno degli obiettivi ambientali.

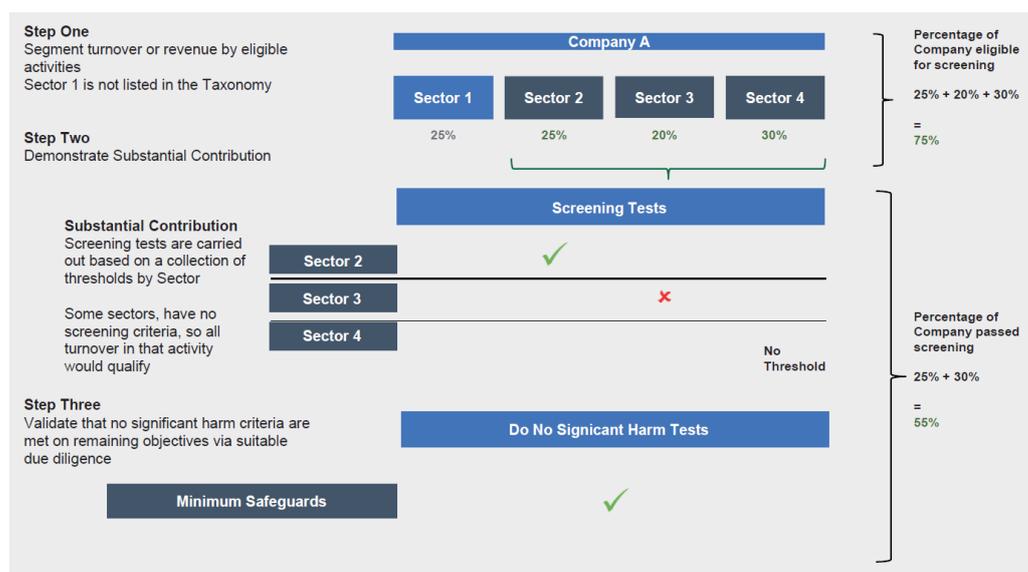
Infine, l'ultima categoria di soggetti destinatari comprende la stessa Unione Europea e gli Stati membri. La Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili deve costituire un punto di riferimento anche per le istituzioni, guidandole nel processo di riconversione ecologica della società e dei sistemi produttivi, qualora

fissino misure e norme per prodotti finanziari green o nell'ambito di più ampie politiche volte alla promozione della sostenibilità.

Dal punto di vista delle modalità applicative, il report del TEG descrive in modo molto chiaro e dettagliato il processo di assessment per il calcolo della percentuale di allineamento alla Tassonomia, sia per le attività di società non finanziarie sia per i prodotti d'investimento offerti dagli operatori dei mercati finanziari. A titolo di esempio, per quanto riguarda la valutazione dell'allineamento di un'azienda alla Tassonomia si può prendere in considerazione la figura III.2, estratta direttamente dal report tecnico finale del TEG. In questo caso la società in questione svolge quattro differenti attività economiche, le quali contribuiscono al fatturato totale aziendale secondo le percentuali indicate nello schema. Solo tre di queste attività sono "eligible", ossia incluse nella lista delle attività ecosostenibili secondo la Tassonomia, e possono dunque essere sottoposte ai successivi controlli di allineamento. Di queste tre attività, solo quella individuata dalla dicitura "Sector 2" soddisfa i relativi criteri tecnici di screening di contribuzione sostanziale all'obiettivo di ecosostenibilità preso in considerazione, mentre per l'attività "Sector 4" non sono previsti criteri di screening o soglie di performance da rispettare: solo queste due attività potranno passare agli step di valutazione successivi. Dunque, una volta soddisfatti per le suddette attività anche i criteri tecnici di screening per verificare che non rechino danni significativi agli altri obiettivi ambientali ed effettuati i controlli sull'allineamento agli standard sociali

minimi, la società potrà dichiararsi allineata alla Tassonomia, e quindi ecosostenibile, per una quota pari al 55%, cioè la percentuale di contribuzione delle due attività al fatturato totale aziendale.

**Figura III.2. Valutazione dell'allineamento alla Tassonomia di un'impresa non finanziaria**



Fonte: "Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance"

Risulta sostanzialmente simile la logica per il calcolo dell'allineamento alla Tassonomia per quanto riguarda i prodotti finanziari soggetti agli obblighi di disclosure, come ad esempio un portafoglio gestito o un fondo d'investimento. In questo caso, si effettua il calcolo della percentuale di allineamento alla Tassonomia per ogni singola entità in cui tale prodotto investe, adottando le modalità espone nell'esempio precedente. Tali risultati devono poi essere ulteriormente ponderati per le percentuali di partecipazione nelle singole entità del prodotto d'investimento, ottenendo così la percentuale di ecosostenibilità del prodotto finanziario.

### ***III.2.3. Limiti e prospettive di sviluppo futuro***

La Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili costituisce sicuramente un punto di svolta per quanto riguarda il settore della finanza sostenibile e racchiude in sé un potenziale d'impatto notevole nel contesto della lotta ai cambiamenti climatici. Nonostante sia enorme la mole di lavoro svolta fino ad oggi per la sua ideazione e realizzazione, c'è sicuramente ancora molto da fare. Sono numerosi gli aspetti ancora da definire, a partire dai criteri tecnici di screening per i primi due obiettivi di ecosostenibilità, relativamente ai quali non sono ancora stati pubblicati in via definitiva gli atti delegati. Questi ultimi infatti avrebbero dovuto essere pronti per la fine del 2020 ed essere applicabili già dalla fine del 2021. Tuttavia il processo di confronto con i vari stakeholder di mercato interessati, i quali hanno risposto massicciamente alle richieste di feedback da parte del TEG, è stato più lungo del previsto, causando un brusco rallentamento alla tabella di marcia della Tassonomia. Per la prima bozza di report tecnico pubblicata dal TEG a Giugno 2019 sono stati ricevute 830 risposte da parte di stakeholder di vario genere, rendendo necessaria la proroga del mandato del TEG fino a Settembre 2020, al fine di un'adeguata considerazione di tutti i feedback ricevuti. Nonostante sia comunque importante il confronto con gli attori di mercato che verranno coinvolti da questa nuova normativa, occorre anche considerare l'urgenza con cui l'Europa è chiamata ad intervenire per rispettare gli impegni internazionali sul clima. Se l'iter per la

definizione degli elementi mancanti dovesse ripresentarsi con le stesse tempistiche, si ritarderebbe eccessivamente il processo di implementazione della nuova Tassonomia, rallentando l'urgente transizione ecologica della società e rischiando così di non raggiungere gli obiettivi fissati dalla comunità scientifica per un efficace contrasto ai cambiamenti climatici. La questione relativa alle tempistiche rappresenta quindi un punto cruciale per l'efficacia stessa della Tassonomia. La Commissione non dovrebbe sottovalutare i rischi derivanti dai ritardi nell'implementazione della Tassonomia ma al contrario dovrebbe dare priorità alla rapida prosecuzione dei lavori, magari impiegando maggiori risorse, soprattutto in termini di capitale umano, sul fronte della finanza sostenibile, in modo da evitare ulteriori intoppi nel prossimo futuro.

Nel proseguire con lo sviluppo della Tassonomia, la Piattaforma per la finanza sostenibile dovrà tenere in considerazione le limitazioni relative alla classificazione NACE, che costituisce il quadro di riferimento per l'individuazione delle classi di attività economiche. Attualmente, infatti, ci sono attività economiche non direttamente coperte dai codici NACE e alcune di queste potrebbero essere in grado di dare un importante contributo agli obiettivi di sostenibilità. La costruzione di edifici, ad esempio, non ha un proprio codice NACE specifico ma allo stesso tempo è un'attività che potrebbe impattare positivamente sugli obiettivi di sostenibilità ambientale, qualora venga svolta adottando criteri e tecnologie che enfatizzino l'efficienza energetica delle unità costruite. Il TEG ha quindi identificato l'attività

edilizia come trasversale, che contribuisce sia all'obiettivo di Climate Change Mitigation sia a quello di Climate Change Adaptation<sup>69</sup>. Per un completo sviluppo della Tassonomia sarà dunque necessario aggiornare periodicamente la classificazione NACE con dei nuovi codici, in modo da coprire quelle attività economiche non ancora contemplate ma che hanno il potenziale per contribuire in modo significativo ai vari obiettivi di sostenibilità individuati dalla regolamentazione.

Il TEG stesso individua poi, nel capitolo del report tecnico finale denominato “Looking Forward”, due aspetti importanti per una completa realizzazione della Tassonomia e che dovrebbero essere prioritari nell'ambito del suo futuro sviluppo. La prima dimensione d'intervento riguarda l'introduzione di obiettivi sociali, affianco a quelli ambientali, rispetto ai quali valutare il sostanziale contributo delle attività economiche. Come già evidenziato nel precedente paragrafo, la Commissione, giustamente, ha voluto dare la priorità alle questioni di carattere ambientale in quanto più rilevanti ai fini del raggiungimento degli obiettivi climatici, attribuendo un ruolo solamente secondario agli aspetti di sostenibilità di carattere sociale, tramite il requisito di rispetto delle garanzie sociali minime. Il TEG raccomanda quindi per il futuro una maggiore attenzione nei confronti del

---

<sup>69</sup> TEG, “*Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*”, pag. 14, (2020).

pilastro Social, attraverso la definizione di obiettivi di sostenibilità sociale rispetto ai quali valutare la performance d'impatto delle attività economiche.

La seconda dimensione di sviluppo futuro individuata dal TEG riguarda l'implementazione di una "Brown Taxonomy", ossia l'individuazione di criteri tecnici di screening e relative soglie di performance che stabiliscano se un'attività danneggia in modo significativo uno degli obiettivi di sostenibilità individuati dalla regolamentazione, ovviamente corredati da relativi obblighi di disclosure. Il TEG riconosce infatti che è necessario individuare dei criteri e delle soglie non solo per distinguere i top performer della sostenibilità ambientale, ma anche per individuare quelle attività che invece danneggiano in modo significativo l'ambiente, con l'obiettivo di segnalare al mercato le attività condotte in modo non sostenibile. Con l'introduzione di criteri e soglie di performance "Brown", la struttura della Tassonomia risulterebbe così ripartita in tre fasce di performance: le attività che contribuiscono in modo sostanziale agli obiettivi, ovvero i top performer, allineate alla Tassonomia "Green"; le attività che danneggiano in modo significativo gli obiettivi, allineate alla Tassonomia "Brown"; e infine una categoria intermedia di attività che non contribuiscono in modo sostanziale né danneggiano in modo significativo gli obiettivi di sostenibilità ambientale. La Tassonomia diventerebbe quindi non solo uno strumento per indirizzare i capitali verso attività economiche realmente sostenibili ma anche uno strumento per segnalare quelle attività che invece danneggiano in modo significativo l'ambiente, nelle quali nessun investitore

responsabile vorrebbe mai investire. Allo stesso tempo darebbe alle attività che rientrano nella fascia intermedia la possibilità di distinguersi dalle attività altamente dannose. Senza tali criteri “Brown” infatti, un’attività della fascia intermedia darebbe disclosure di non allineamento alla Tassonomia “Green” così come avverrebbe per un’attività sostanzialmente dannosa, acquisendo agli occhi del mercato uno status di sostenibilità equiparabile ad attività molto più nocive per l’ambiente.

Da un punto di vista delle problematiche riscontrabili a livello applicativo, è doveroso citare il report del PRI dal titolo “*Testing the Taxonomy: insights from the PRI Taxonomy Practitioners Group*”, pubblicato nel Settembre 2020. Il Taxonomy Practitioners Group, fondato nel Settembre 2019, fa parte di un progetto del PRI volto a promuovere la collaborazione tra investitori, membri del TEG e consulenti al fine di condividere strumenti ed esperienze che aiutino a migliorare la comprensione e l’attuazione della Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili. Nella fase finale del progetto i membri del gruppo hanno prodotto dei casi studio per illustrare le metodologie, le problematiche e le soluzioni utilizzate per l’implementazione della Tassonomia nei processi di investimento. Il PRI ha ricevuto quasi 40 casi studio da parte di proprietari di asset, gestori di patrimoni ed imprese, i quali hanno evidenziato le principali criticità applicative della Tassonomia e hanno formulato raccomandazioni su come i responsabili politici potrebbero svilupparla e migliorarla. Nello specifico, una delle criticità

maggiormente riscontrate risiede nella difficoltà di reperimento dei dati. Spesso i dati necessari non sono chiaramente definiti, pubblicamente disponibili, espressi con un sufficiente grado di granularità, ossia a livello di singola attività economica. È stata riscontrata in particolare una scarsità di dati in merito alle Capex, limitando le possibilità di valutazione rispetto ai requisiti dell'obiettivo di Climate Change Adaptation, e in merito alle richieste dei requisiti di DNSH, ulteriormente complicate dalla loro natura qualitativa. Si richiede dunque ai policymaker di definire nuovi e specifici obblighi di disclosure per garantire la disponibilità dei dati, al giusto livello di granularità, necessari per valutare in modo completo e corretto l'allineamento delle attività e degli investimenti alla Tassonomia.

I partecipanti prevedono inoltre la necessità di ulteriori e significativi orientamenti pratici ed interpretativi. La Tassonomia richiede infatti un investimento di tempo notevole per comprenderne ed applicarne i criteri, alcuni dei quali richiedono anche un discreto grado di interpretazione e talvolta anche competenze ed esperienza in materia. Sarebbe dunque auspicabile che venissero resi disponibili al più presto degli strumenti applicativi di supporto che guidino in modo dettagliato il processo di assessment e che chiarifichino quanto richiesto dai criteri di screening, rendendo il tutto più agevole, rapido e meno oneroso in termini di risorse umane e tempo.

Viene poi richiesto l'ampliamento della lista di attività "eligible", incrementando la capacità di copertura della Tassonomia, in particolare per quanto riguarda le attività "Enabling".

Nonostante siano numerose le sfide dal punto di vista applicativo, molti partecipanti al progetto hanno comunque confermato la fattibilità operativa della Tassonomia e ne hanno ribadito l'utilità e la necessità ai fini della transizione verso un sistema finanziario ed economico più sostenibile.

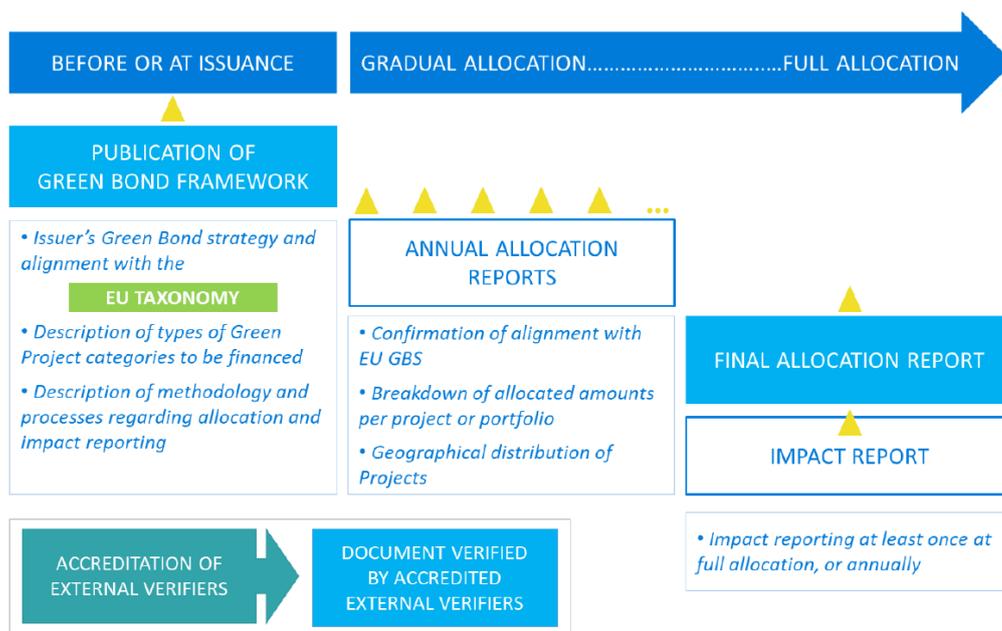
Un'ultima questione importante riguarda il potenziale d'impatto della nuova regolamentazione. Si è già evidenziato il ruolo della Tassonomia, la quale costituisce uno strumento in grado di fare da catalizzatore e da collante per il mercato dei capitali sostenibili. Tuttavia sono anche state ricordate le stime dell'OCSE, secondo le quali sarebbero necessari 6.350 miliardi di euro l'anno in investimenti sostenibili affinché possano essere raggiunti gli obiettivi stabiliti dagli accordi di Parigi per il 2030. Affinché ci sia una sufficiente accelerazione del processo di indirizzamento dei capitali verso attività ecosostenibili, occorrerebbe corredare la Tassonomia Europea con politiche e regolamentazioni più stringenti in tema di investimenti responsabili, introducendo ad esempio, per le istituzioni finanziarie e gestori di grandi fondi patrimoniali, dei vincoli di destinazione del patrimonio gestito verso attività allineate alla Tassonomia. In poche parole, la Commissione dovrebbe puntare anche su politiche che, a partire dalle definizioni e dalle classificazioni della Tassonomia, mirino ad indirizzare in modo più deciso i capitali privati verso realtà produttive ecosostenibili, stimolando e velocizzando così il processo di transizione ecologica dell'Europa. Si tratta quindi, dopo aver creato lo strumento in grado di orientare i capitali verso destinazioni realmente

ecosostenibili, di spingere gli operatori finanziari ad usare tale strumento. La Tassonomia deve quindi rappresentare il punto di riferimento per future ed ulteriori regolamentazioni, nazionali ed europee, che vadano a favore della finanza sostenibile e più in generale della transizione ecologica della società e dei sistemi produttivi.

Tra i più importanti ed imminenti interventi istituzionali che si basano sulle definizioni della Tassonomia è doveroso menzionare la regolamentazione europea sui Green Bond Standard. Nel Gennaio 2020, in occasione del lancio del “European Green Deal Investment Plan”, ossia il pilastro del Green Deal Europeo riguardante gli investimenti, la Commissione ha annunciato che istituirà degli standard europei per le obbligazioni green, i Green Bond Standard appunto. Si tratta, in sintesi, di una regolamentazione che stabilisce i criteri e gli standard per definire ed etichettare come “green” una determinata emissione obbligazionaria. Già nel 2019 il TEG, nell’ambito del proprio mandato, aveva prodotto un report dal titolo “*TEG report: proposal for an EU Green Bond Standard*”, contenente una serie di raccomandazioni in merito alla definizione dei Green Bond Standard, che in linea di massima costituiranno la struttura di base per la stesura della regolamentazione definitiva. In forza di questa dunque, potrà essere definito Green Bond qualsiasi tipo di strumento di debito, quotato o non quotato ed emesso da un emittente europeo o internazionale sui mercati finanziari europei, che sia in linea con i Green Bond Standard dell’Unione Europea. Gli aspetti principali della proposta del TEG

sui Green Bond Standard possono essere riassunti nei seguenti punti: per prima cosa, si richiede l'allineamento alla Tassonomia UE, ossia che le risorse provenienti dall'emissione di Green Bond dovranno essere destinate a finanziare o rifinanziare progetti ed attività che siano allineate alla Tassonomia, secondo le modalità espone nel corso del capitolo; viene poi richiesto che venga prodotto un Green Bond Framework, ossia un quadro d'insieme che dia spiegazione in merito alle modalità con cui la strategia dell'emittente si allinea agli obiettivi ambientali europei e che fornisca dettagli sulle proposte di destinazioni d'uso delle risorse provenienti dall'emissione obbligazionaria green; si richiede inoltre il reporting periodico sull'utilizzo dei proventi (Allocation report) e sull'impatto ambientale dei progetti finanziati (Impact report); infine è richiesta la verifica obbligatoria del Green Bond Framework e dell'Allocation report finale da parte di un revisore esterno.

**Figura III.3. Funzionamento e processo di disclosure per l’emissione di Green Bond Europei**



Fonte: TEG, “Report on EU Green Bond Standard, Overview”, 2019

I Green Bond Standard contribuirebbero dunque ad abbattere diverse barriere nel mercato del debito sostenibile, riducendo l’incertezza su ciò che è realmente green attraverso il collegamento alla Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili, standardizzando i processi di verifica e le modalità di disclosure e definendo degli standard ufficiali rispetto ai quali associare eventuali incentivi e finanziamenti pubblici e privati.

Infine, non sono ancora chiare le modalità con cui le autorità controlleranno in merito alla veridicità delle informazioni prodotte riguardo l’allineamento delle attività economiche alla Tassonomia e come potrà essere verificato l’effettivo rispetto di tutti i requisiti richiesti, così come non sono state ancora stabilite

eventuali sanzioni per chi non adempirà ai nuovi obblighi o per chi produrrà dichiarazioni non rispondenti al vero. In ogni caso, sarà fondamentale il contributo di soggetti esterni specializzati ed accreditati che revisionino e certifichino la disclosure sulla Tassonomia, così come avviene per i report di natura finanziaria, infondendo così maggiore sicurezza presso gli stakeholder di mercato e garantendo loro un'informativa veritiera, corretta ed affidabile.

## CAPITOLO IV

### ESG SCORE DELLE AZIENDE ITALIANE QUOTATE

Dopo aver introdotto e discusso in merito alle questioni principali relative agli investimenti sostenibili, alla misurazione della sostenibilità e dopo aver delineato i contorni della nuova Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili, in questo capitolo verranno presi in considerazione ed analizzati dei dati ESG forniti da un importante provider di dati e rating, attivo anche nell'ambito della valutazione della sostenibilità. Nello specifico, l'idea è quella di indagare in merito ai punteggi registrati nelle varie aree ESG dalle aziende quotate aventi sede legale in Italia, con l'obiettivo finale di valutare se le aziende che operano in attività "eligible", ossia contemplate dalla Tassonomia Europea, abbiano ricevuto nel corso degli anni punteggi ESG migliori di quelle che non svolgono attività "eligible".

#### **IV.1. Il database di riferimento: la piattaforma Refinitiv Eikon**

La banca dati presa in considerazione per la valutazione degli ESG score è Eikon, uno dei prodotti di Refinitiv. Nata nel 2018 come joint venture dallo scorporo della divisione finanziaria di Thomson Reuters, un punto di riferimento di vecchia data nel settore dell'informativa finanziaria, Refinitiv è stata acquisita nell'Agosto 2019 dal London Stock Exchange Group. Attualmente Refinitiv costituisce uno dei principali provider di dati finanziari e infrastrutture tecnologiche in Europa e nel

mondo e negli ultimi anni si è affermata saldamente anche nel settore dell'informativa e del rating ESG. Con più di 400.000 utenti finali in circa 190 Paesi del Mondo e a supporto di più di 5.000 società di investimento e hedge funds, Refinitiv rappresenta una colonna portante del mercato dell'informativa finanziaria mondiale.

Eikon, la piattaforma firmata Refinitiv utilizzata per il reperimento dei dati sulle performance ESG, consiste in un set di software destinato ad accademici e a professionisti della finanza atto a monitorare ed analizzare le informazioni finanziarie, fornendo accesso in tempo reale a dati di mercato, notizie, dati di natura fondamentale e ESG, analisi e strumenti di trading<sup>70</sup>.

#### ***IV.1.1. La sezione ESG***

La piattaforma informatica presenta un'apposita sezione dedicata alla performance societaria in ambito ESG. Refinitiv offre una delle banche dati ESG più complete nel settore, con una copertura di oltre il 70% della capitalizzazione di mercato globale (circa 9000 società in tutto il globo), con informazioni riguardanti più di 450 diverse metriche ESG e un orizzonte temporale storico risalente al 2002<sup>71</sup>.

---

<sup>70</sup> <https://www.refinitiv.com/en>

<sup>71</sup> Si veda diffusamente: REFINITIV, “*Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv*”, (2021).

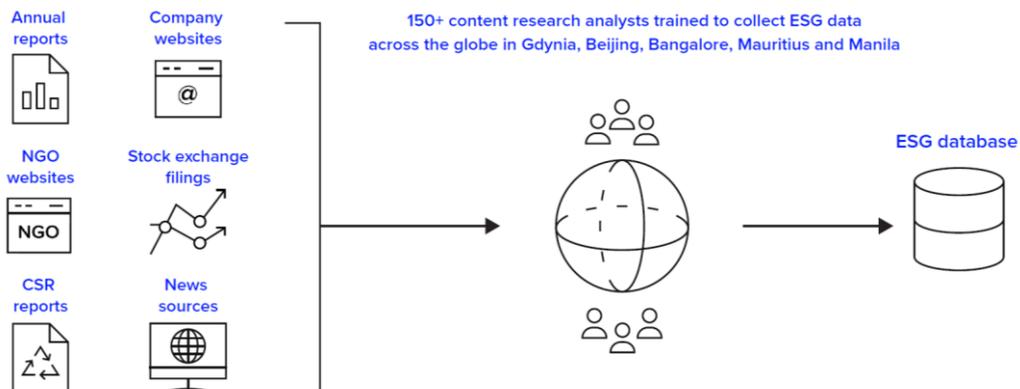
**Figura IV.1. Suddivisione geografica delle società valutate da Refinitiv**



Fonte: REFINITIV, “Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv”, 2021

Tali dati sono il frutto del lavoro di analisi, elaborazione e standardizzazione di informazioni derivanti da fonti di dominio pubblico quali report annuali, report di sostenibilità aziendale e siti di organizzazioni no-profit.

**Figura IV.2. Le fonti del database ESG Refinitiv Eikon**



Fonte: REFINITIV, “Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv”, 2021

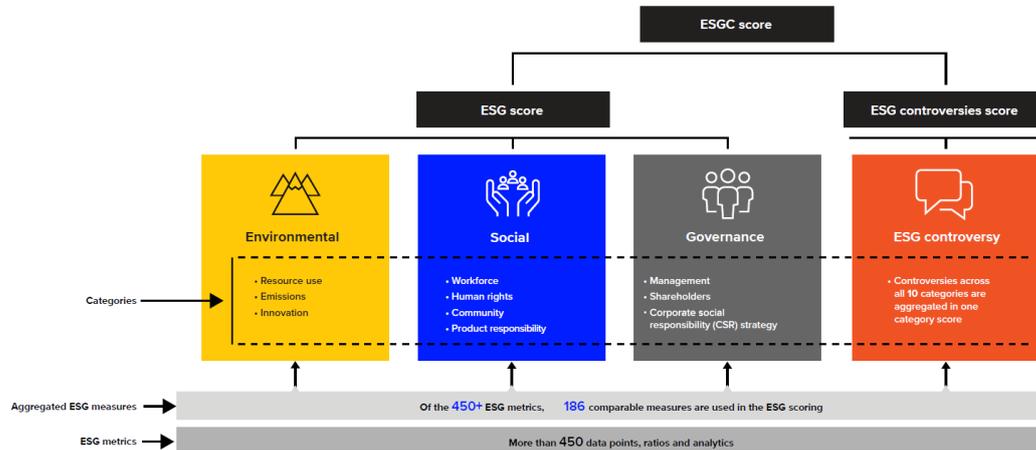
Chiaramente i dati forniti da Refinitiv sono più consistenti ed esaustivi con riferimento a compagnie di maggiori dimensioni o quotate nei mercati finanziari, per le quali sono già in vigore obblighi informativi relativi alla sfera ESG. Risulta quindi più agevole il reperimento di dati ESG ad esempio per le aziende europee sottoposte alla Non-Financial Reporting Directive, le quali sono soggette all'obbligo di pubblicazione di un report contenente informazioni di carattere non finanziario relative alle politiche aziendali di salvaguardia ambientale, responsabilità sociale e di governance. Per questo tipo di aziende, la mole di dati disponibile è considerevole e in continuo aggiornamento: al fine di rimanere in linea con i nuovi trend, Refinitiv Eikon propone periodicamente degli aggiornamenti<sup>72</sup> in termini di nuovi dati disponibili, nuovi indicatori di performance o miglioramento nella presentazione dei dati. Tramite la piattaforma è inoltre possibile mettere a confronto i dati di aziende comparabili secondo differenti criteri attraverso l'utilizzo di strumenti e applicazioni presenti nella piattaforma quali lo screener o l'utilizzo di filtri.

Riguardo la modalità di categorizzazione e presentazione, i dati sono organizzati in tre macrocategorie, ovvero i tre pilastri fondamentali della valutazione ESG: "Environmental", "Social" e "Governance".

---

<sup>72</sup> L'ultimo risale ad Agosto 2020.

**Figura IV.3. Struttura compositiva dello score ESG di Refinitiv Eikon**



Fonte: REFINITIV, “Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv”, 2021

Il pilastro sicuramente più rilevante è quello “Environmental”, che misura l’impatto di un’impresa sui sistemi naturali viventi e non, compresi l’aria, la terra e l’acqua, nonché sugli ecosistemi completi. Riflette quanto un’azienda è in grado di evitare rischi ambientali e capitalizzare le opportunità ambientali al fine di generare valore nel lungo termine. Segue per importanza il pilastro “Social”, che misura la capacità di un’azienda di generare fiducia e lealtà verso la forza lavoro, i clienti e la società. È un riflesso della reputazione dell’azienda e della salute nel suo operare, che sono fattori chiave per la generazione di valore nel lungo termine. Infine il pilastro “Governance” valuta i sistemi e i processi dell’impresa, se questi garantiscono che i membri del consiglio di amministrazione e i dirigenti agiscano nel miglior interesse degli azionisti, sempre in una prospettiva di lungo termine. Essa riflette la

capacità di un'azienda di dirigere e controllare i propri diritti e responsabilità attraverso la creazione di incentivi, nonché di controlli e adeguati bilanciamenti. A queste tre macrocategorie se ne aggiunge una quarta, denominata “ESG Controversy”, riguardante le controversie legali o eventi negativi legati ad aspetti di carattere ambientale, sociale e di governance. Per ogni pilastro viene calcolato un punteggio numerico percentile, compreso quindi tra 0 e 1, che scaturisce dai valori registrati dai singoli indicatori e che viene presentato come combinazione di lettere e simboli.

**Figura IV.4. Schema di conversione del punteggio percentile in valutazione alfabetica**

Score range	Grade	Description
0.0 <= score <= 0.083333	D -	"D" score indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.083333 < score <= 0.166666	D	
0.166666 < score <= 0.250000	D +	
0.250000 < score <= 0.333333	C -	"C" score indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.333333 < score <= 0.416666	C	
0.416666 < score <= 0.500000	C +	
0.500000 < score <= 0.583333	B -	"B" score indicates good relative ESG performance and above-average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.583333 < score <= 0.666666	B	
0.666666 < score <= 0.750000	B +	
0.750000 < score <= 0.833333	A -	"A" score indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
0.833333 < score <= 0.916666	A	
0.916666 < score <= 1	A +	



Fonte: REFINITIV, “Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv”, 2021

I punteggi dei tre pilastri vengono poi ponderati secondo pesi differenti<sup>73</sup> al fine di determinare un punteggio globale, l’“ESG Score”, anch’esso compreso tra 0 e 1 e

<sup>73</sup> 42,5% per il pilastro Environmental, 32,5% per il pilastro Social e 25% per il pilastro Governance.

presentato con lettere e simboli. I punteggi dei singoli pilastri derivano a loro volta dalle ponderazioni dei punteggi di ulteriori sottocategorie che indagano più nel dettaglio e valutano diversi aspetti dei pilastri attraverso degli specifici indicatori. Il pilastro “Environment” viene suddiviso in tre aspetti di valutazione: il “Resource Use score” (14,2%<sup>74</sup>) comprende indicatori che valutano le prestazioni e la capacità di un’azienda di ridurre l’uso di materiali, energia o acqua e di trovare soluzioni più eco-efficienti migliorando la gestione della catena di approvvigionamento; l’ “Emissions score” (15,8%) misura l’impegno e l’efficacia di un’azienda nella riduzione delle emissioni ambientali nei processi produttivi e operativi; l’ “Environmental innovation score” (12,5%) riflette la capacità dell’azienda di ridurre i costi e gli oneri ambientali per i propri clienti, creando così nuove opportunità di mercato attraverso nuove tecnologie e processi ambientali o prodotti ecocompatibili. Il pilastro “Social” viene suddiviso nel modo seguente: il “Workforce score” (12,5%) misura l’efficacia di un’azienda verso la soddisfazione professionale, un posto di lavoro sano e sicuro, il mantenimento della diversità e delle pari opportunità e le opportunità di sviluppo per la sua forza lavoro; lo “Human Rights score” (6,7%) misura l’efficacia di un’impresa nel rispetto delle convenzioni fondamentali in materia di diritti umani; il “Community score” (8,3%) misura l’impegno dell’azienda verso il senso civico, la tutela della salute pubblica

---

<sup>74</sup> Tutte le percentuali di ponderazione delle sottocategorie sono espresse rispetto al totale dell’ESG score.

e il rispetto dell'etica aziendale; il "Product responsibility score" (5,0%) riflette la capacità di un'azienda di produrre beni e servizi di qualità integrando la salute e la sicurezza del cliente, l'integrità e la privacy dei dati. Infine il pilastro "Governance" viene valutato secondo gli aspetti che seguono: il "Management score" (16,7%) misura l'impegno e l'efficacia di un'azienda verso il rispetto dei principi di governance societaria; lo "Shareholders score" (5,0%) misura l'efficacia di una società verso la parità di trattamento degli azionisti e l'uso di dispositivi anti-takeover; il "CSR Strategy score" (3,3%) valuta l'attività comunicativa dell'azienda in merito alla propria capacità di integrazione della dimensione economica e finanziaria con quella sociale e ambientale all'interno dei propri processi decisionali.

**Figura IV.5. Percentuali di ponderazione delle sottocategorie dell'ESG score Refinitiv Eikon**



Fonte: REFINITIV, "Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv", 2021

La somma dei pesi attribuiti a tali sottocategorie restituisce il totale del peso attribuito al singolo pilastro<sup>75</sup>. Viene inoltre calcolato un punteggio “ESG Combined”, che tiene in considerazione anche il punteggio registrato per il pilastro delle controversie.

Per ogni sottocategoria ci sono quindi numerosi indicatori specifici corredati da una didascalia informativa che spiega nel dettaglio cosa viene misurato, in che modo e come vengono risolte eventuali situazioni di incertezza. La natura del dato riportato dipenderà dunque dall’oggetto di indagine del singolo indicatore: alcuni indicatori indagano ad esempio performance di natura quantitativa, come ad esempio nella sottocategoria “Emission score” del pilastro Environment, l’indicatore specifico “Total Renewable Energy” misura in gigajoule l’energia totale primaria rinnovabile acquistata e prodotta. Altri indicatori indagano invece sulla predisposizione e attuazione di determinate politiche aziendali o comportamenti operativi: questo tipo di valutazione produrrà dunque come risultato un semplice “TRUE” oppure “FALSE”, rispettivamente in caso di adempimento o meno dello specifico comportamento oggetto d’indagine. Ne è un esempio, proveniente dalla stessa sottocategoria dell’esempio precedente, l’indicatore “Policy Energy Efficiency”, il quale indaga sulla presenza di politiche aziendali volte a migliorare l’efficienza energetica; viene poi specificato nella didascalia informativa che rientrano nel

---

<sup>75</sup> Ad esempio la somma dei pesi attribuiti alle sottocategorie del pilastro “Environmental” equivale alla quota di ponderazione di tale pilastro nell’ “ESG score”:  $14,2\% + 15,8\% + 12,5\% = 42,5\%$ .

campo di applicazione le varie forme di processi/meccanismi/procedure per migliorare l'uso efficiente dell'energia e che viene considerata valida ai fini della valutazione positiva la presenza di un sistema o di una serie di processi formali documentati per un uso efficiente dell'energia nell'ottica di un miglioramento continuo. Inoltre gli indicatori possono avere polarità positiva o negativa, in base a quello che misurano: ad esempio la polarità sarà positiva se un elevato valore registrato o una risposta affermativa costituiscono un punto a favore in termini di sostenibilità.

Per i dati di tipo Boolean, ossia quelli che prevedono come risultato una semplice affermazione o negazione, a seconda della polarità del dato, viene assegnato un punteggio di 1 in caso di risposta positiva e 0 in caso di risposta negativa o mancante.

La quantità di indicatori di dettaglio presenti è enorme e spazia da indicatori generici, applicabili a ogni tipo di settore produttivo, fino ad indicatori specifici relativi a determinati tipi di business. Per questo motivo, il campo viene lasciato vuoto se non è possibile misurare o dare una risposta per un determinato indicatore o se questo non è rilevante relativamente al settore di appartenenza. Per i pilastri "Environmental" e "Social", ai dati di natura quantitativa più rilevanti viene spesso affiancato un indicatore che li mette in rapporto con dati economico-quantitativi dell'azienda, come i ricavi netti totali o il numero di dipendenti, al fine di

normalizzare il dato rispetto alle dimensioni del business aziendale e rendere il punteggio comparabile con i “peers” di settore.

Nelle didascalie informative sugli indicatori relativi alle emissioni di gas serra viene specificato che la rilevazione di tali dati viene effettuata secondo le indicazioni del “Green House Gas Protocol”<sup>76</sup>. Pubblicato alla fine degli anni Novanta e regolarmente aggiornato nel corso del tempo, tale protocollo rappresenta il risultato della partnership tra il World Resources Institute (WRI) e il World Business Council for Sustainable Development (WBCSD), in collaborazione con stakeholder di varia natura quali aziende private, enti pubblici, organizzazioni non governative ed accademici. Il GHG Protocol costituisce la cornice più importante e globalmente utilizzata per la standardizzazione dei metodi di misurazione e reporting delle emissioni di gas serra<sup>77</sup>.

#### ***IV.1.2. Metodologia di valutazione***

Dopo aver tracciato una panoramica strutturale di quelli che sono gli aspetti della sostenibilità presi in considerazione dal database di Refinitiv, occorre ora fare chiarezza sulla metodologia e sui principi alla base della valutazione e ponderazione dei singoli aspetti. Rispetto alla maggior parte delle agenzie di rating, Refinitiv risulta estremamente trasparente in termini di disclosure sulle metodologie

---

<sup>76</sup> In breve GHG Protocol.

<sup>77</sup> World Resources Institute, World Business Council for Sustainable Development, “*The Greenhouse Gas Protocol: The GHG Protocol for Project Accounting*”, (2005).

utilizzate per il calcolo del punteggio ESG. È infatti possibile scaricare dal sito della piattaforma un file in cui vengono spiegati in modo dettagliato tutti i procedimenti e le modalità di calcolo e ponderazione degli indicatori per l'ottenimento del punteggio finale. Nonostante dunque la valutazione sulla sostenibilità e il calcolo del punteggio ESG si basino su una logica bottom-up, a partire quindi da paradigmi di valutazione arbitrariamente definiti dal valutatore, l'intera analisi si presenta più comprensibile e può essere a sua volta oggetto di valutazione in merito all'attendibilità e alla qualità dei criteri e del procedimento utilizzato.

Innanzitutto, viene riconosciuto come principio cardine la specificità di ogni settore: esistono infatti differenze fisiologiche e operative tra i settori che rendono impossibile una valutazione della performance ESG secondo una medesima metrica per tutti. Ecco perché vengono applicate ponderazioni specifiche per ogni settore, attraverso una mappatura specifica della materialità di ogni metrica adottata, con una scala da 1 a 10. Questa differenziazione di ponderazione delle metriche viene applicata solo per i pilastri "Environmental" e "Social"; il pilastro "Governance" viene valutato, per tutti i settori, applicando gli stessi pesi per ogni indicatore.

Altro fattore fondamentale ai fini della valutazione è la trasparenza informativa: sempre applicando le ponderazioni di settore, la mancanza di dati "material", cioè rilevanti dal punto di vista dell'obiettivo di analisi, impatterà negativamente sulla valutazione. Avrà invece un impatto negativo relativamente minore la mancanza di informazioni "immaterial", ossia quelle informazioni senza carattere di rilevanza ai

fini dell'indagine sulla sostenibilità. Per quanto riguarda la natura del punteggio complessivo, Refinitiv persegue una metodologia di “Percentile ranking score”, ossia il risultato finale ottenuto da una società sarà compreso in una scala da 1 a 100 e dipenderà dalle performance globalmente registrate da società operanti nello stesso settore. Lo scopo dichiarato del database ESG Refinitiv è infatti quello di lasciare ai dati il compito di determinare le performance standard relative ad ogni settore, senza definire a priori soglie di bontà assolute delle performance. L'appartenenza al medesimo settore produttivo costituisce dunque il principale criterio di individuazione dei gruppi di aziende “peers”.

#### **IV.2. I dati**

In questo paragrafo si procederà, in seguito ad una breve descrizione del campione statistico considerato, ad illustrare le modalità di selezione, raccolta ed elaborazione dei dati, nonché i principali risultati ottenuti da tale analisi in merito alle performance ESG delle aziende considerate. L'obiettivo finale è quello di valutare e confrontare le performance ESG, secondo quanto riportato dai dati di Refinitiv Eikon, tra le aziende che svolgono attività economiche “eligible”, secondo la Tassonomia Europea sugli investimenti sostenibili, e quelle che invece non rientrano in questa categoria. Per quanto riguarda l'eligibility, sono stati considerati separatamente i due obiettivi ambientali della Tassonomia, ovvero gli obiettivi di

“Mitigation” e di “Adaptation” ai cambiamenti climatici, per i quali è già stata stilata dal TEG la lista delle attività eligibile.

#### ***IV.2.1. Selezione del campione e delle variabili***

Il campione di imprese considerato per l’analisi è composto da un totale di 421 aziende, tutte quotate in mercati regolamentati e con sede legale in Italia. La selezione e il download dei dati sono stati effettuati con l’ausilio dell’applicazione “screener”, fornita dalla piattaforma Eikon, che ha permesso di individuare agevolmente le imprese quotate con sede legale in Italia attraverso l’applicazione di un semplice filtro.

Sempre con l’applicazione “screener”, sono state scelte le variabili di interesse da scaricare, per ognuna delle quali è stata considerata la serie storica che va dal 2010 al 2020. Nello specifico, sono state prese in considerazione le serie storiche dei punteggi totalizzati dalle aziende del campione nelle categorie di valutazione base “Environmental Score”, “Social Score”, “Governance Score” e “ESG Controversy Score” e sono stati inoltre considerati i punteggi globali di sintesi espressi dalle categorie “ESG Score” e “ESG Combined Score”, i quali rappresentano a livello aggregato combinazioni dei punteggi delle categorie base.

Per avere una panoramica sulle dimensioni delle aziende sono state selezionati e scaricati i dati relativi a tre variabili specifiche, ovvero gli Asset Totali, i Ricavi e il Numero di dipendenti. Queste tre variabili sono state utilizzate al fine della

suddivisione per dimensione delle aziende del campione, in virtù della definizione di “Small-Medium Enterprise” (SME) contenuta nella raccomandazione UE 2003/361.

**Tabella IV.1. Criteri di definizione della dimensione delle imprese**

<b>Company category</b>	<b>Staff headcount</b>	<b>Turnover</b>	or	<b>Balance sheet total</b>
Medium-sized	< 250	≤ € 50 m		≤ € 43 m
Small	< 50	≤ € 10 m		≤ € 10 m
Micro	< 10	≤ € 2 m		≤ € 2 m

*Fonte: EU Recommendation 2003/361*

Altra variabile considerata di fondamentale importanza ai fini degli obiettivi d’indagine è la classificazione NACE delle attività svolte dall’impresa.

#### ***IV.2.2. Statistiche descrittive***

Dopo aver scaricato i dati relativi alle variabili appena menzionate grazie all’ausilio dell’applicazione “screener” di Eikon, sono state effettuate in Microsoft Excel le prime elaborazioni quali la valutazione della dimensione dell’impresa, la suddivisione delle imprese nelle macrocategorie settoriali della classificazione NACE, nonché la creazione di una variabile dummy, una per ognuno dei due obiettivi ambientali, per valutare l’appartenenza delle imprese alla classe delle “eligible”. Nello specifico, è stato attribuito alla variabile dummy il valore 1 nel

caso in cui l'azienda svolga un'attività inclusa nella lista delle attività "eligible" proposta dal TEG, e 0 in caso contrario. Inoltre sono state realizzate sempre in Excel le analisi sulle serie storiche delle osservazioni e dei punteggi delle variabili ESG considerate. Per la realizzazione delle altre statistiche descrittive è stato invece utilizzato Stata, un software per analisi statistiche.

Come prima analisi descrittiva del campione è stata costruita una tabella di frequenze rispetto alla macrocategoria NACE di appartenenza, che evidenzia la preponderanza di aziende operanti nei settori manifatturiero, dei servizi finanziari e dei servizi dell'informazione e della comunicazione. Nella categoria "n.c." sono confluite le aziende per le quali non era disponibile il codice di attività NACE.

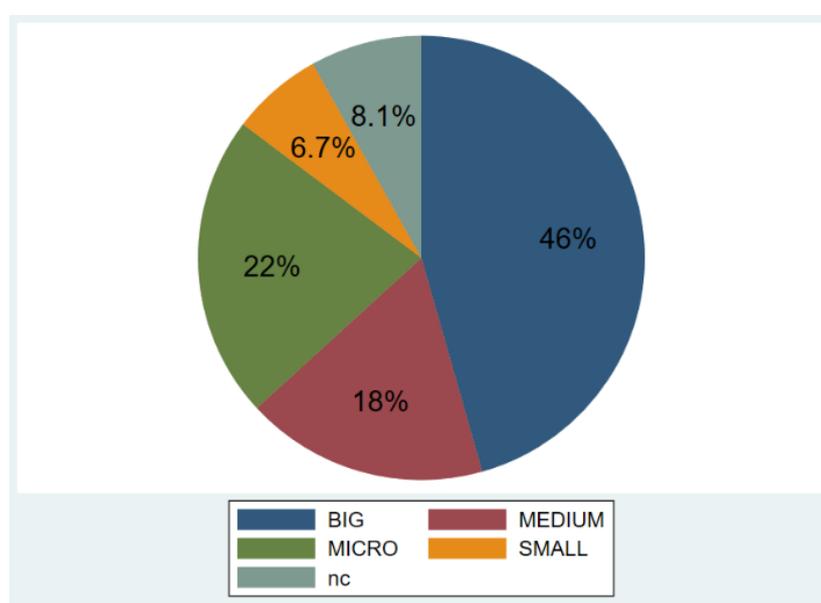
**Tabella IV.2. Composizione del campione per macrocategoria NACE**

NACE Macrocategory	Freq.	Percent
C – Manufacturing	136	32.30
K - Financial and insurance activities	86	20.43
J - Information and communication	60	14.25
M - Professional, scientific and technical activities	30	7.13
G - Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles	19	4.51
D - Electricity, gas, steam and air conditioning supply	15	3.56
n.c.	15	3.56
F – Construction	14	3.33
L - Real estate activities	11	2.61
H - Transporting and storage	8	1.90
N - Administrative and support service activities	8	1.90
I - Accommodation and food service activities	4	0.95
R - Arts, entertainment and recreation	4	0.95
E - Water supply; sewerage; waste management and remediation activities	3	0.71
Q - Human health and social work activities	3	0.71
B - Mining and quarrying	2	0.48
A - Agriculture, forestry and fishing	1	0.24
P – Education	1	0.24
S - Other services activities	1	0.24
Total	421	100.00

*Fonte: Nostre elaborazioni*

Per quanto riguarda le dimensioni, quasi la metà del campione è composta da imprese di grandi dimensioni e la restante metà da imprese micro e di medie dimensioni. La categoria “n.c.” include quelle aziende per le quali non erano presenti sufficienti dati per determinarne la dimensione.

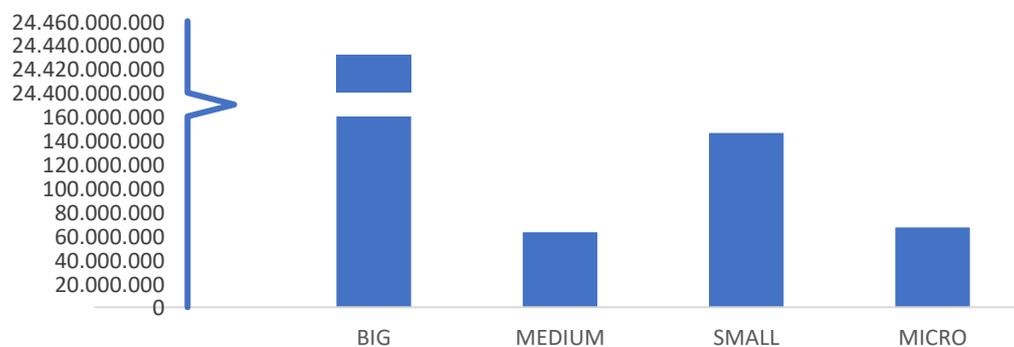
**Figura IV.6. Composizione del campione rispetto alla dimensione**



*Fonte: Nostre elaborazioni*

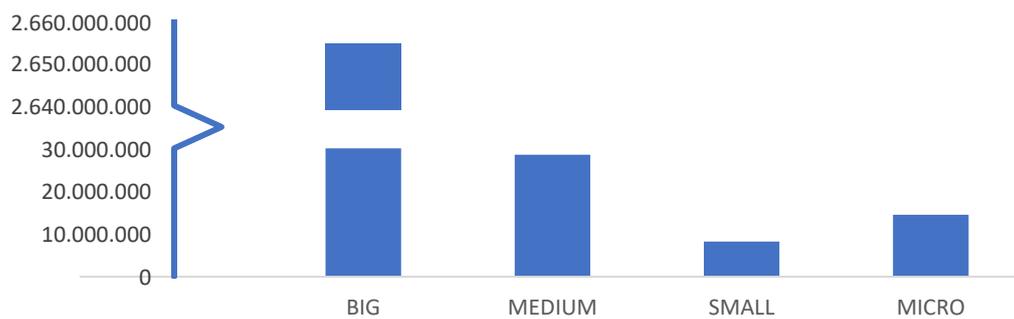
I seguenti grafici mostrano rispettivamente la media degli Asset Totali, la media dei Ricavi e la media del Numero di dipendenti dell'anno 2020 per le categorie dimensionali individuate.

**Figura IV.7. Media della variabile “Asset Totali”, anno 2020, per dimensione (in euro)**



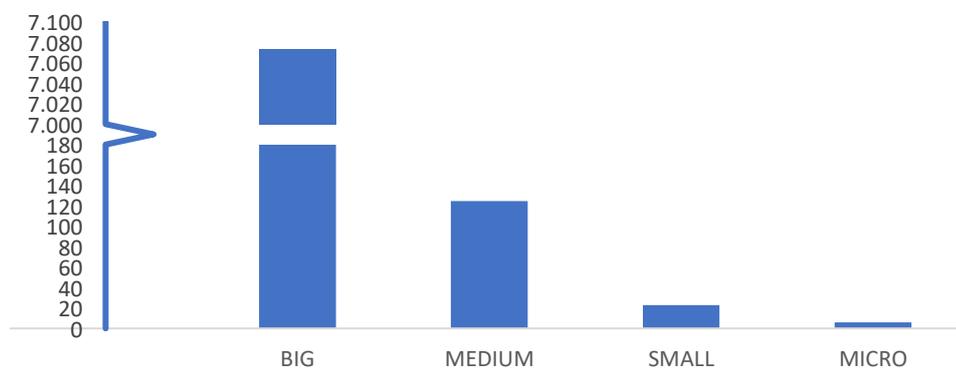
*Fonte: Nostre elaborazioni*

**Figura IV.8. Media della variabile “Ricavi”, anno 2020, per dimensione (in euro)**



*Fonte: Nostre elaborazioni*

**Figura IV.9. Media della variabile “Numero di dipendenti”, anno 2020, per dimensione**



*Fonte: Nostre elaborazioni*

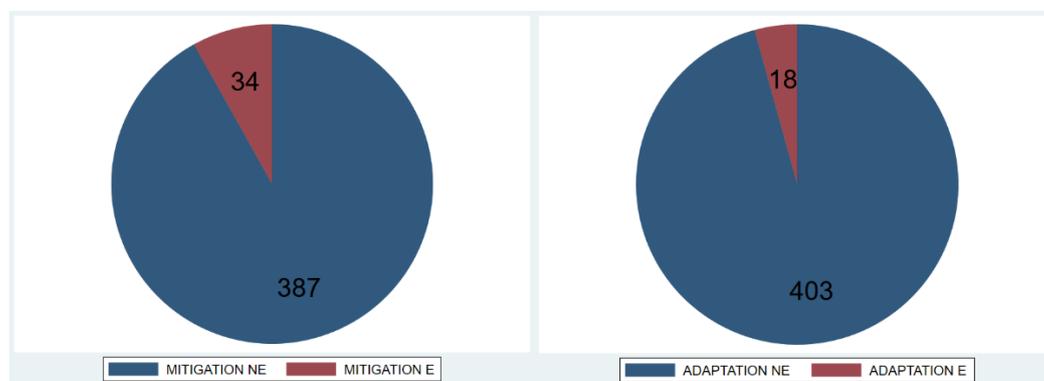
Come si nota dai precedenti grafici, le categorie dimensionali mostrano valori medi per gli Asset Totali e per i Ricavi non perfettamente correlati rispetto alla dimensione. Tale apparente incongruenza è spiegata dal fatto che i valori di tali variabili costituiscono solamente una condizione secondaria per la definizione della dimensione aziendale, in base alle indicazioni contenute nella Raccomandazione UE 2003/361, utilizzata come riferimento ai fini dell'analisi. Inoltre, tale condizione si riferisce alternativamente agli Asset Totali o ai Ricavi<sup>78</sup>. Il criterio primario è invece costituito dal Numero di dipendenti, il quale risulta infatti perfettamente correlato alla dimensione. È possibile dunque che aziende con un maggiore Numero di dipendenti registrino un valore minore degli Asset Totali, in quanto potrebbero soddisfare la condizione secondaria della definizione con il valore dei Ricavi. Discorso identico ma speculare vale per la variabile Ricavi.

Successivamente sono stati prodotti dei grafici a torta per analizzare la composizione del campione rispetto alle variabili dummy "Mitigation" e "Adaptation". Solo 34 aziende del campione (8%) sono risultate "eligible" rispetto all'obiettivo "Mitigation" della Tassonomia e solo 18 aziende (4,3%) rispetto a quello di "Adaptation". È emerso inoltre che tutte le aziende "eligible" rispetto all'obiettivo "Adaptation" sono anche "eligible" per l'obiettivo "Mitigation".

---

<sup>78</sup> Basta che sia rispettata la condizione secondaria della definizione per almeno per una di queste due variabili.

**Figura IV.10. Composizione del campione rispetto alle variabili “Mitigation” e “Adaptation”**



Fonte: Nostre elaborazioni

La distribuzione delle aziende “eligible” rispetto alle macrocategorie NACE di appartenenza (tab. IV.3) rispecchia le intenzioni del TEG di intervenire nei settori maggiormente responsabili delle emissioni di gas serra in Europa, ovvero il settore manifatturiero, quello della produzione di elettricità, gas, vapore e aria condizionata, il settore dell’acqua, fognature e servizi connessi di bonifica, il settore dei trasporti e logistica, il settore edilizio e il settore delle tecnologie informatiche e delle telecomunicazioni.

**Tabella IV.3. Composizione rispetto alla macrocategoria NACE della parte “eligible” del campione**

<b>MITIGATION ELIGIBLE</b>		
NACE Macrocategory	Freq.	Percent
L - Real estate activities	11	32.35
D - Electricity, gas, steam and air conditioning supply	7	20.59
J - Information and communication	5	14.71
C - Manufacturing	3	8.82
E - Water supply; sewerage; waste management and remediation activities	3	8.82
F - Construction	3	8.82
H - Transporting and storage	2	5.88
Total	34	100.00

**ADAPTATION ELIGIBLE**

NACE Macrocategory	Freq.	Percent
D - Electricity, gas, steam and air conditioning supply	7	38.89
C - Manufacturing	3	16.67
E - Water supply; sewerage; waste management and remediation activities	3	16.67
F - Construction	3	16.67
H - Transporting and storage	2	11.11
Total	18	100.00

Fonte: Nostre elaborazioni

La tabella IV.4. mostra invece la composizione della parte “eligible” del campione rispetto alle dimensioni, dimostrando una distribuzione simile a quella globale del campione, con prevalenza di imprese grandi, medie e micro.

**Tabella IV.4. Composizione rispetto alle dimensioni della parte “eligible” del campione**

**MITIGATION ELIGIBLE**

Dimension	Freq.	Percent
BIG	15	44.12
MICRO	7	20.59
MEDIUM	6	17.65
SMALL	3	8.82
nc	3	8.82
Total	34	100.00

**ADAPTATION ELIGIBLE**

Dimension	Freq.	Percent
BIG	13	72.22
MEDIUM	3	16.67
MICRO	1	5.56
nc	1	5.56
Total	18	100.00

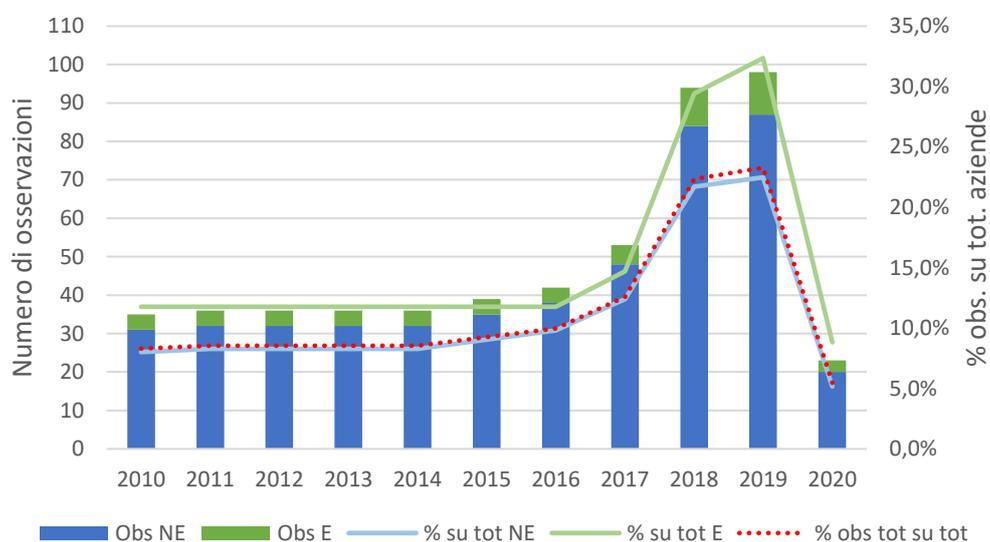
Fonte: Nostre elaborazioni

Per concludere questa sezione dedicata alle analisi descrittive, è opportuno infine prendere in considerazione la numerosità delle osservazioni relative alle variabili ESG considerate. Questo aspetto costituisce una delle limitazioni principali delle analisi svolte, essendo la disponibilità di dati di natura ESG assai scarsa. In

particolare, per gli anni precedenti al 2016, sono disponibili dati per le variabili ESG solo per una quota di aziende inferiore al 10% del campione considerato.

Tuttavia, la disponibilità di dati ESG si è dimostrata crescente a partire dal 2017 per tutte le variabili considerate, fino ad arrivare ad una quota di osservazioni totali di circa il 23% nel 2019, che significa quindi che sono più che raddoppiate le aziende per le quali sono disponibili questo tipo di dati. Questo trend testimonia e conferma ulteriormente la crescente importanza, soprattutto negli ultimi anni, della tematica della sostenibilità aziendale e della relativa informativa, che ha determinato un conseguente aumento della domanda e disponibilità di dati sulle performance ESG delle imprese. Inoltre è emerso che tale disponibilità di dati è maggiore in proporzione per le aziende che svolgono attività “eligible”. Nel grafico in figura IV.11 è rappresentato l’andamento storico del numero delle osservazioni della variabile “Environmental”, suddiviso per osservazioni in aziende “eligible” (E) e “non eligible” (NE) rispetto all’obiettivo “Mitigation”. Per quanto riguarda le osservazioni di dati ESG, è opportuno specificare che in caso di presenza di dati ESG per una variabile, sono sempre presenti anche i dati relativi a tutte le altre variabili ESG considerate; ciò significa che il numero di osservazioni di una singola variabile ESG è rappresentativo del numero di osservazioni di tutte le variabili ESG.

**Figura IV.11. Serie storica del numero di osservazioni della variabile “Environmental Score”**



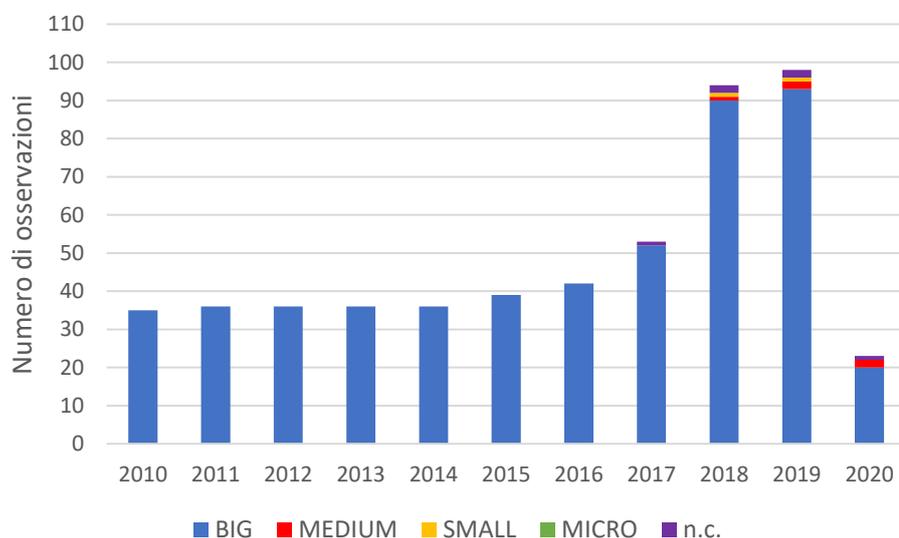
*Fonte: Nostre elaborazioni*

La forte mancanza di dati ESG per l'anno 2020 deriva principalmente dal fatto che per molte aziende questi non sono ancora disponibili sulla piattaforma Eikon, a causa delle tempistiche necessarie alla produzione di tali dati da parte delle aziende stesse.

Sempre relativamente alla numerosità di osservazioni delle variabili ESG, è emerso che, per tutta la serie storica considerata, la stragrande maggioranza delle osservazioni sono relative ad imprese di grandi dimensioni, come è possibile evincere dal grafico in figura IV.12. Addirittura, fino al 2016, i dati ESG sono disponibili esclusivamente per grandi imprese. Questi risultati confermano una delle principali lacune del mondo dell'informativa ESG, ovvero la scarsissima

disponibilità di dati di questo tipo per imprese di minori dimensioni, le quali in Europa non sono legalmente obbligate a produrre un’informativa di carattere non finanziario. In particolare, per le aziende “micro” non è disponibile nessun dato ESG per nessuno dei periodi considerati nell’analisi, nonostante queste costituiscano il 22% del campione considerato.

**Figura IV.12. Serie storica del numero di osservazioni della variabile “Environmental Score”, per dimensione**



*Fonte: Nostre elaborazioni*

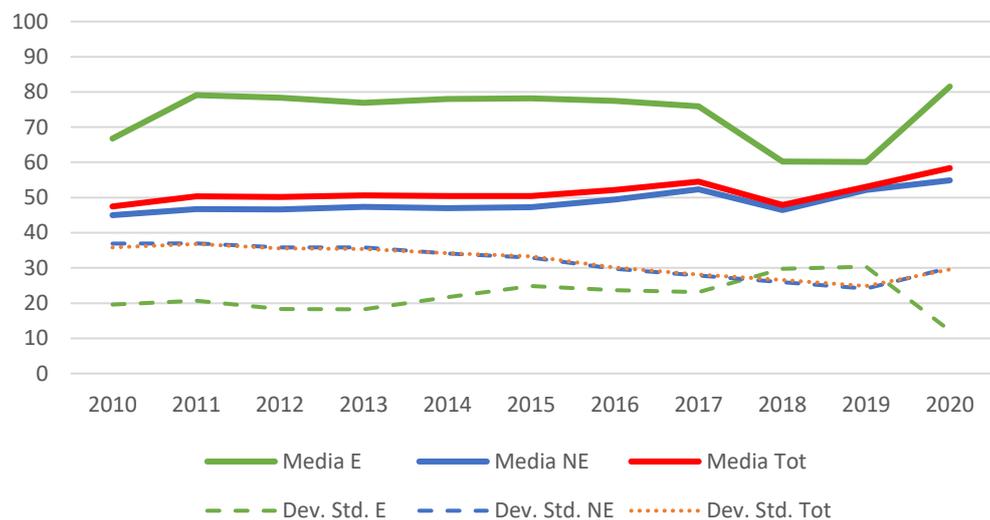
Volendo dunque effettuare un confronto tra punteggi di imprese “eligible” e “non eligible” di dimensioni omogenee, i dati sarebbero disponibili principalmente per il gruppo di aziende “Big”, con livelli di performance e andamenti storici pressoché identici, per tutte le variabili, rispetto a quelli che emergerebbero considerando tutto

il campione senza distinzione per dimensione, a causa della forte preponderanza delle osservazioni di dati ESG per le aziende di grandi dimensioni.

#### ***IV.2.3. Risultati e limitazioni***

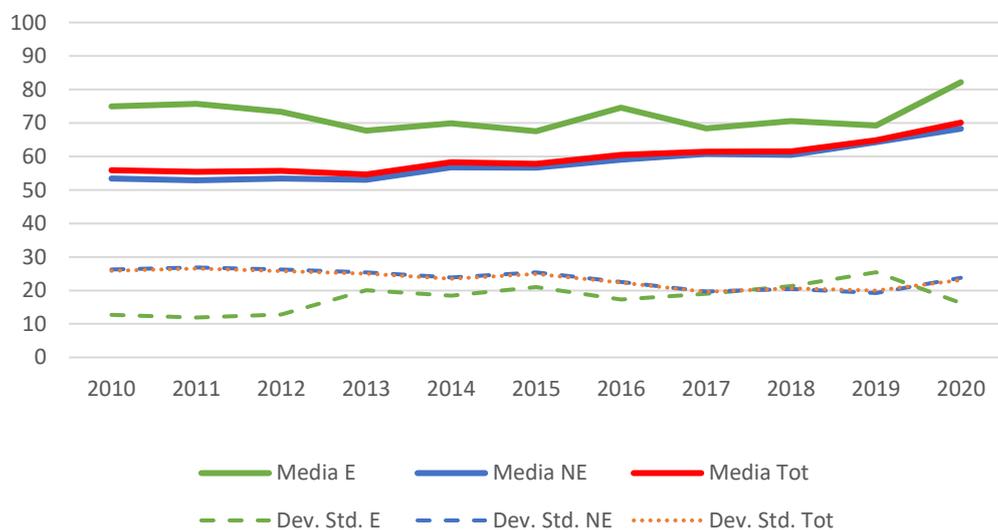
Il principale obiettivo di questa analisi è quello di verificare se le aziende che svolgono attività etichettate come “eligible” dal TEG abbiano registrato performance ESG migliori di quelle “non eligible”, prendendo in considerazione i punteggi sulle performance ESG assegnati da Refinitiv, provider dati e rater ESG. Nello specifico, per ognuna delle variabili ESG prese in considerazione, sono state calcolate la media e la deviazione standard dei punteggi ESG assegnati alle aziende del campione, sia a livello globale, sia separatamente per le aziende “eligible” e per quelle “non eligible” relativamente ai due obiettivi ambientali. Questo procedimento è stato ripetuto per tutti gli anni della serie storica considerata, che va dal 2010 al 2020, al fine di ottenere una panoramica sul trend di tali rating. I seguenti grafici mostrano, per ogni variabile ESG considerata, l’andamento storico della media e della deviazione standard dei punteggi dell’intero campione, delle aziende “eligible” e di quelle “non eligible” rispetto all’obiettivo ambientale “Mitigation”.

**Figura IV.13. Serie storica “Environmental Score”, MITIGATION**



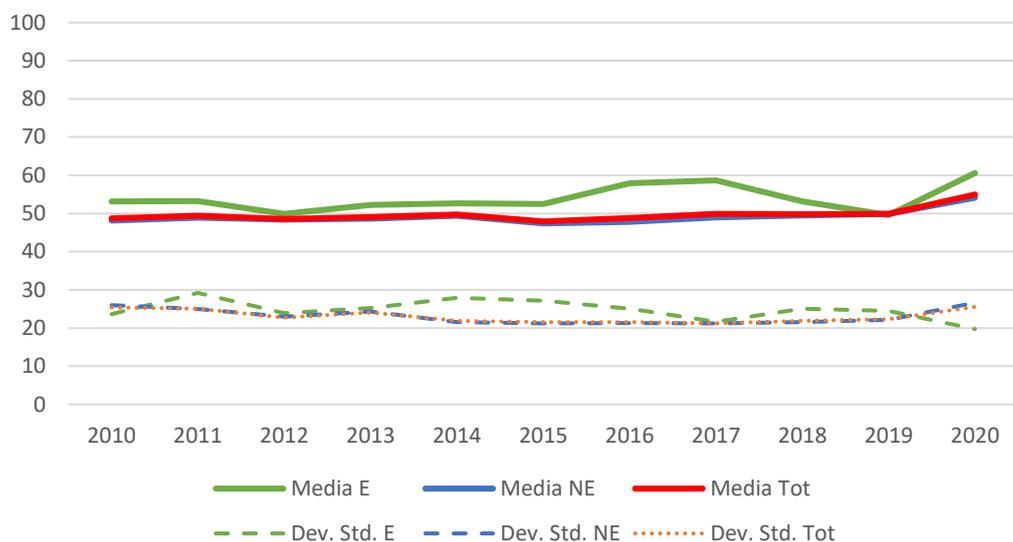
Fonte: Nostre elaborazioni

**Figura IV.14. Serie storica “Social Score”, MITIGATION**



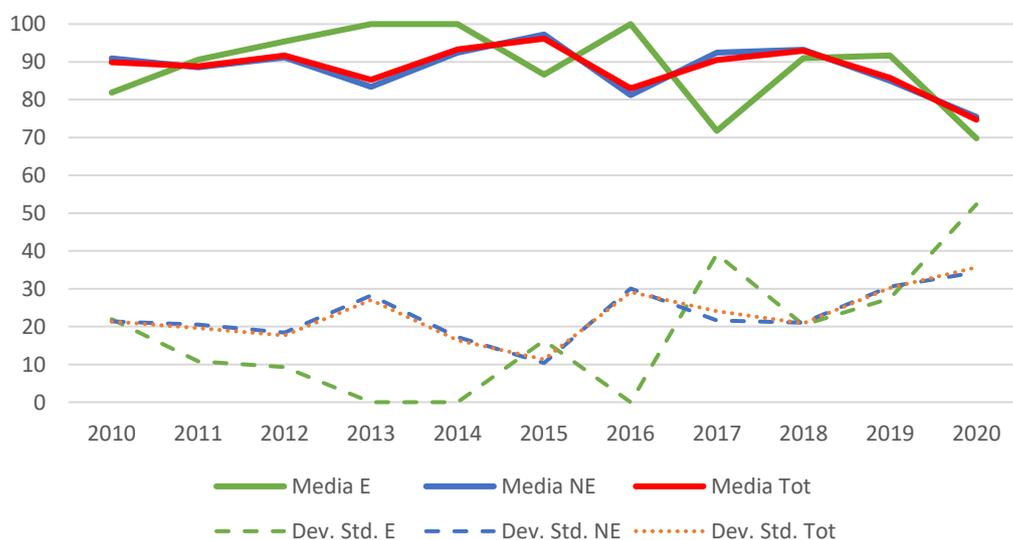
Fonte: Nostre elaborazioni

**Figura IV.15. Serie storica “Governance Score”, MITIGATION**



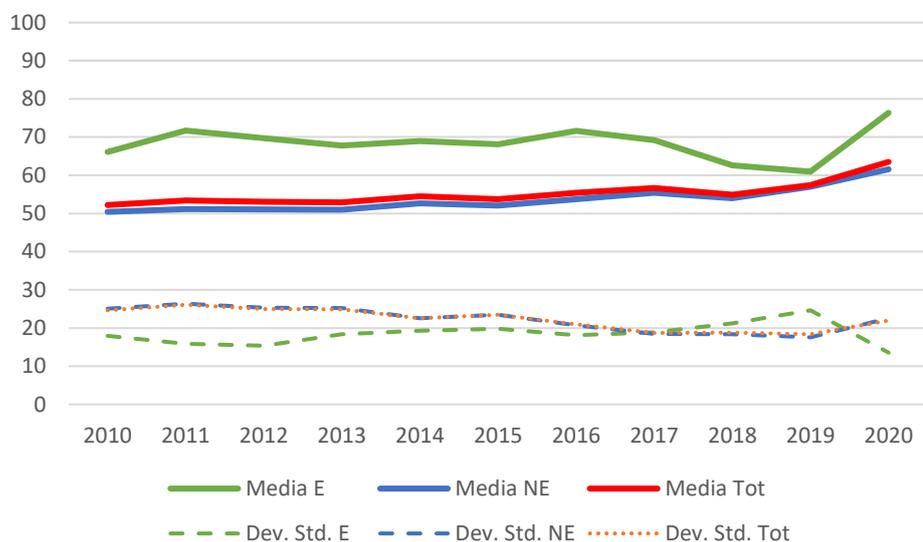
Fonte: Nostre elaborazioni

**Figura IV.16. Serie storica “ESG Controversy Score”, MITIGATION**



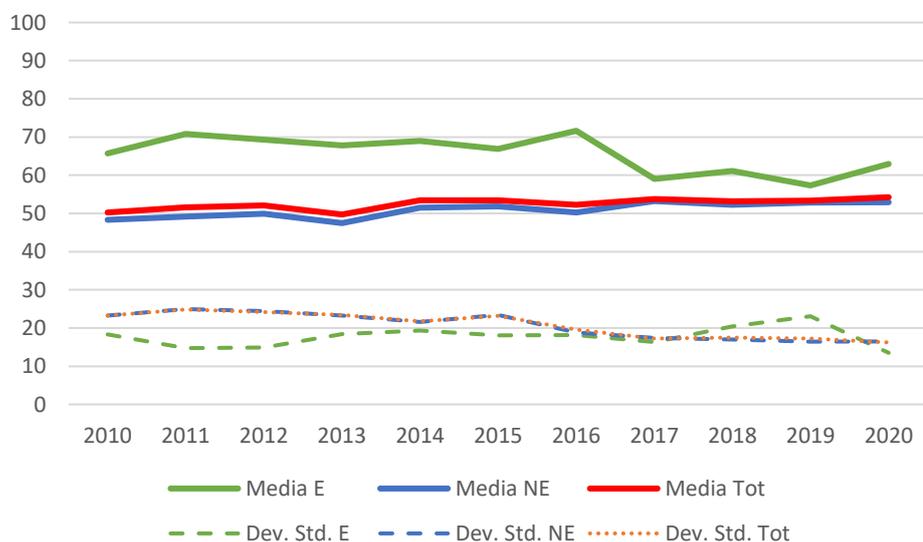
Fonte: Nostre elaborazioni

**Figura IV.17. Serie storica “ESG Score”, MITIGATION**



Fonte: Nostre elaborazioni

**Figura IV.18. Serie storica “ESG Combined Score”, MITIGATION**



Fonte: Nostre elaborazioni

Dai risultati delle elaborazioni è emerso che le aziende appartenenti al gruppo delle “eligible” rispetto all’obiettivo “Mitigation” hanno ottenuto, nel corso dell’ultimo

decennio, punteggi nelle principali aree ESG mediamente superiori rispetto alle aziende “non eligible”, mostrando inoltre una deviazione standard minore, il che denota una maggiore omogeneità tra i punteggi. Sono emersi risultati pressoché analoghi per quanto riguarda l’obiettivo ambientale “Adaptation”. L’unico grafico in cui non si evidenzia uno scarto netto di performance tra aziende “eligible” e “non eligible” è quello relativo alla variabile “ESG Controversy Score”, i cui punteggi medi rimangono comunque molto alti ( $>70$ ) per entrambe le categorie di aziende. Inoltre, sempre con l’ausilio di Stata, sono stati svolti dei test per valutare la significatività statistica degli scarti tra le medie dei punteggi ESG delle aziende “eligible” e di quelle “non eligible”. I test sono stati effettuati per tutte le variabili ESG considerate, per tutti gli anni della serie storica, e sono stati valutati assumendo come ipotesi nulla  $H_0: \text{diff} = 0$ <sup>79</sup> e livello di significatività del test pari a  $\alpha = 0,05$ . Considerando ad esempio il test effettuato sulla variabile “Environmental Score” per l’anno 2010 (tab. IV.5), il valore del p-value per l’ipotesi alternativa  $H_a: \text{diff} < 0$ <sup>80</sup> risulta pari a 0,057: essendo quindi tale valore, anche se di poco, maggiore del livello di significatività stabilito a priori, non è possibile rifiutare l’ipotesi nulla e la differenza tra le medie dei punteggi risulta quindi non statisticamente significativa.

---

<sup>79</sup> L’ipotesi nulla ipotizza che i valori medi dei punteggi registrati nella variabile considerata siano uguali per le aziende “non eligible” e quelle “eligible”.

<sup>80</sup> L’ipotesi alternativa ipotizza che le aziende “non eligible” registrino valori medi dei punteggi nella variabile considerata inferiori rispetto alle aziende “eligible”, ovvero che la differenza tra le medie dei punteggi sia negativa.

**Tabella IV.5. Output Stata per il t-test sulla variabile “Environmental Score”, anno 2010**

	<b>Media</b>	<b>Err. Std.</b>	<b>Dev. Std.</b>	<b>Oss.</b>	<b>Valore</b>
<b>Non-eligible</b>	44,9839	6,6492	36,9099	31	
<b>Eligible</b>	66,7222	9,8074	19,6148	4	
<b>Difference</b>	-21,7383	11,8377			
<b>T-test</b>					-1,8364
<b>p-value Ha: diff &lt; 0</b>					0,0570

*Fonte: Nostre elaborazioni*

Nel test per la stessa variabile ma relativa all’anno 2011 (tab. IV.6) invece, il valore del p-value per l’ipotesi alternativa  $H_a: \text{diff} < 0$  è pari a 0,0196, dunque minore del livello di significatività  $\alpha = 0,05$ . Per l’anno 2011 è quindi possibile rifiutare l’ipotesi nulla ed accettare l’ipotesi alternativa  $H_a: \text{diff} < 0$ , il che significa accettare l’ipotesi che, per la variabile considerata, la media dei punteggi registrati dalle aziende “eligible” sia superiore rispetto a quella dei punteggi registrati dalle aziende “non eligible”, in modo statisticamente significativo con un livello di significatività  $\alpha = 0,05$ .

**Tabella IV.6. Output Stata per t-test sulla variabile “Environmental Score”, anno 2011**

	<b>Media</b>	<b>Err. Std.</b>	<b>Dev. Std.</b>	<b>Oss.</b>	<b>Valore</b>
<b>Non-eligible</b>	46,7435	6,5370	36,9786	32	
<b>Eligible</b>	79,1113	10,319	20,638	4	
<b>Difference</b>	-32,3678	12,2153			
<b>T-test</b>					-2,6498
<b>p-value Ha: diff &lt; 0</b>					0,0196

*Fonte: Nostre elaborazioni*

Nella tabella IV.7 sono riassunti i risultati dei test effettuati sulla significatività statistica degli scarti tra le medie dei punteggi per tutte le variabili ESG considerate e per tutti gli anni della serie storica.

**Tabella IV.7. Risultati dei t-test, valori dei p-value per l'ipotesi alternativa  $H_a$ :  $\text{diff} < 0$ , significatività a livello  $\alpha = 0,05$**

		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Tot. anni significativi
<b>Environm. Score</b>	p-value Ha: $\text{diff} < 0$	0,057	0,02	0,014	0,018	0,027	0,041	0,046	0,042	0,094	0,209	0,015	8
	Significatività $\alpha = 0,05$	NO	SI	NO	NO	SI							
<b>Social Score</b>	p-value Ha: $\text{diff} < 0$	0,015	0,009	0,02	0,124	0,13	0,196	0,086	0,217	0,092	0,273	0,138	3
	Significatività $\alpha = 0,05$	SI	SI	SI	NO								
<b>Governance Score</b>	p-value Ha: $\text{diff} < 0$	0,357	0,396	0,456	0,402	0,418	0,369	0,242	0,192	0,331	0,517	0,324	0
	Significatività $\alpha = 0,05$	NO											
<b>Controversy Score</b>	p-value Ha: $\text{diff} < 0$	0,76	0,381	0,244	0,001	0,01	0,856	0,002	0,847	0,624	0,232	0,565	3
	Significatività $\alpha = 0,05$	NO	NO	NO	SI	SI	NO	SI	NO	NO	NO	NO	
<b>ESG Score</b>	p-value Ha: $\text{diff} < 0$	0,092	0,036	0,043	0,084	0,095	0,103	0,07	0,09	0,122	0,309	0,094	2
	Significatività $\alpha = 0,05$	NO	SI	SI	NO								
<b>ESG Combined Score</b>	p-value Ha: $\text{diff} < 0$	0,076	0,025	0,036	0,054	0,083	0,099	0,047	0,242	0,108	0,271	0,165	3
	Significatività $\alpha = 0,05$	NO	SI	SI	NO	NO	NO	SI	NO	NO	NO	NO	

Fonte: Nostre elaborazioni

Per quanto riguarda i trend, entrambe le categorie mostrano un andamento pressoché costante o leggermente ascendente in termini di punteggi medi totalizzati e relative deviazioni standard. Inoltre l'andamento delle statistiche relative all'intero campione è quasi sovrapposto a quello relativo alle imprese della categoria "non eligible", data la forte preponderanza di quest'ultime nella composizione del campione (92%) rispetto a quelle "eligible" (8%).

Complessivamente l'analisi ha evidenziato che i punteggi registrati delle aziende "eligible" nella variabile "Environmental Score" sono effettivamente maggiori in modo statisticamente significativo rispetto a quelli delle altre aziende mentre, per

quanto riguarda le altre variabili ESG considerate, i punteggi non sono risultati essere significativamente differenti.

Tuttavia è importante menzionare alcune limitazioni che hanno interessato le analisi in questione. Quella principale risulta senza dubbio la già menzionata scarsa disponibilità di dati di natura ESG, soprattutto per gli anni precedenti al 2016.

Un altro significativo punto di debolezza dell'analisi è costituito dal dato sul codice NACE delle imprese. Per ogni azienda infatti era presente nel database un solo codice di attività NACE, mentre è molto probabile che le imprese svolgano più di un'attività economica, e considerando che ai fini della Tassonomia la valutazione delle aziende deve avvenire a livello di singola categoria di attività svolta e non solo a livello di azienda nel complesso, ciò ha limitato ampiamente la possibilità che le imprese venissero classificate nella categoria "eligible" in sede di assegnazione della variabile dummy. Non viene specificato nelle informazioni circa il contenuto della variabile ma è probabile che il dato sulla classificazione NACE proposto da Eikon faccia riferimento alla attività caratteristica principale svolta dall'azienda. Vi è poi un'ulteriore limitazione collegata alla precedente, ovvero che l'informazione sul codice di attività NACE non ha una dimensione temporale, cioè è disponibile un unico dato senza una sua caratterizzazione temporale: è possibile infatti che nel corso degli anni alcune aziende abbiano cambiato la propria attività principale. Inoltre, non erano presenti dati circa il codice NACE per un totale di 15 aziende, corrispondenti al 3,56% del campione.

Infine è opportuno specificare che la presente analisi fa riferimento alla lista delle attività NACE “eligible” pubblicata dalla Commissione Europea a Giugno 2020, la quale è però stata di recente aggiornata con la pubblicazione del primo atto delegato avvenuta a Giugno 2021 e che molto probabilmente sarà oggetto di ulteriori aggiornamenti anche nel prossimo futuro.

Potrebbe essere interessante in futuro ripetere questo tipo di analisi al fine di studiare eventuali cambiamenti nel tempo, indagando se e in che misura l’implementazione della nuova Tassonomia porterà le imprese ad un livello superiore di consapevolezza e azione proattiva nei confronti delle tematiche inerenti alla sostenibilità aziendale, determinando dunque un incremento dei propri punteggi ESG.

## CONCLUSIONE

Volendo riassumere in poche pagine i numerosi argomenti affrontati nel corso della trattazione, è doveroso innanzitutto ribadire l'enorme gravità dell'ormai nota crisi climatica. È stato ampiamente ribadito come tale crisi abbia il potenziale per mettere in grave pericolo la razza umana nonché una miriade di ecosistemi e specie viventi. Dopo più di 10.000 anni di soggiorno sulla Terra, l'Uomo si trova di fronte alla più grande sfida mai affrontata: salvare il Pianeta e la propria specie da un enorme pericolo che egli stesso ha generato. L'Umanità intera deve diventarne sempre più consapevole e farsi carico di questa enorme responsabilità, agendo nel minor tempo possibile. È necessario invertire la rotta verso un mondo più sostenibile, adottando in ogni settore soluzioni innovative che permettano di ripristinare quanto prima e maggiormente possibile lo stato di salute originario del nostro Pianeta.

In questo senso, la Finanza Sostenibile sta trainando l'industria finanziaria e di conseguenza l'economia reale verso un mondo più pulito e vivibile, canalizzando le risorse finanziarie verso quelle realtà produttive in grado di operare in linea con gli obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale di lungo termine.

In Europa il mondo della Finanza Sostenibile sta attraversando un periodo di profondi cambiamenti, che contribuiranno a dare un nuovo assetto e un maggiore inquadramento al settore. Il riferimento è chiaramente alla nuova Tassonomia

Europea sugli investimenti sostenibili, il nuovo imponente quadro regolamentare che disciplinerà in modo chiaro e preciso il settore degli investimenti sostenibili e introdurrà nuovi obblighi informativi sulla sostenibilità per aziende e operatori finanziari. Attraverso tale prezioso e potente strumento, non ci saranno più dubbi o pluralismi su quello che possa essere definito sostenibile: la Tassonomia definisce infatti una volta per tutte quali attività economiche potranno essere definite sostenibili e quali sono le metriche, i criteri di screening e le soglie di performance a cui si dovrà necessariamente fare riferimento quando si valuteranno le performance di sostenibilità di tali attività economiche. Fino ad ora gli operatori del mercato dell'informativa e della valutazione sulla sostenibilità hanno percorso sentieri paralleli ma differenti, procedendo in ordine sparso, ognuno con il proprio metodo e le proprie metriche di valutazione della sostenibilità. Tale pluralismo ha generato tuttavia numerose problematiche ed ambiguità, rischiando pericolosamente di deviare in modo sostanziale i capitali dalle destinazioni più in linea con gli obiettivi della lotta al cambiamento climatico e quindi più meritevoli di attenzione da parte degli operatori della finanza green. La Tassonomia ha quindi lo scopo di eliminare definitivamente tale pluralismo, unificando i sentieri della valutazione della sostenibilità, affinché tutti gli operatori procedano verso un unico obiettivo comune nel modo più rapido ed efficiente possibile.

L'analisi effettuata sui dati ESG forniti da Refinitiv ha inoltre confermato come negli anni recenti, nello specifico in Italia, sia notevolmente cresciuta l'importanza

e l'attenzione attribuita alle questioni inerenti alla sostenibilità, determinando quindi un incremento della domanda, e di conseguenza anche dell'offerta, di informazioni e dati relativi alle performance di sostenibilità delle aziende. A prescindere dal movente, che sia la mera aspettativa di profitti futuri dovuti al progressivo espandersi del settore della sostenibilità o che sia al contrario un principio morale di salvaguardia e conservazione della Terra, la Finanza Sostenibile è in grado di dare un enorme contributo alla causa climatica e costituisce un elemento imprescindibile per la realizzazione della urgente transizione ecologica della società e dei sistemi produttivi.

Quello della sostenibilità è ormai un sentiero obbligato per la specie umana, l'unico percorribile affinché le future generazioni possano vivere in un mondo quanto più simile a quello che conosciamo oggi e affinché possano continuare ad esistere molti dei magnifici e variopinti ecosistemi che abitano attualmente il nostro Pianeta ma che rischiano gravemente di scomparire per sempre.

## BIBLIOGRAFIA

- AVETISYAN E., HOCKERTS K., “*The Consolidation of the ESG Rating Industry as an Enactment of Institutional Retrogression*”, Wiley Online Library, (2016).
- BERG F., KOELBEL J. F., RIGOBON R., “*Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*”, FEEN Webinar Series, (2020).
- BONATI A., BONVAENTURA M., CAPELLI P., DAL SANTO A., GAMBA A., GRASSADONIA L., “*Investimenti ESG*”, CFA Society Italy, Cap. 1 di A. Gamba, Amundi, (2018).
- BOWEN H. R., “*Social responsibilities of the businessman*”, Harper, (1953).
- BROWN B., WALLACE M., “*The ESG Ecosystem. Understanding the Dynamics of the Sustainability Ratings & Rankings Landscape*”, Brown Flynn, (2018).
- BUSCH T., BAUER R., ORLITZKY M., “*Sustainable development and financial markets: Old paths and new avenues*”, *Business & Society*, 55(3), 303–329, (2016).
- CHATTERJI A. K., DURAND R., LEVINE D. I., TOUBOUL S., “*Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and*

*strategy researchers*”, *Strategic Management Journal*, 37, 1597–1614, (2016).

- D’ANGERIO V., “*BTp verde, ecco le caratteristiche del primo green bond sovrano dell’Italia*”, *Il Sole 24 Ore*, (2020).
- D’ANGERIO V., “*Green bond, ecco cosa sono e come funzionano*”, *Il Sole 24 Ore*, (2020).
- ECCLES R. G., STROEHLE J. C., “*Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures*”, (2018).
- ESCRIG-OLMEDO E., FERNÁNDEZ-IZQUIERDO M. A., FERRERO-FERRERO I., RIVERA-LIRIO J. M., MUÑOZ-TORRES M. J., “*Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*”, *Sustainability*, (2019).
- FURLOW N. E., “*Greenwashing in the New Millennium*”, *Journal of Applied Business and Economics*, (2010).
- HOUGHTON J., “*Global warming*”, *Reports on Progress in Physics*, Volume 68, Number 6, (2005).
- KOTSANTONIS S., SERAFEIM G., “*Four Things No One Will Tell You About ESG Data*”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 31, Number 2, pag 51-52-53, (2019).
- LAMBOOY T., “*Corporate Social Responsibility: Legal and Semi Legal Frameworks*”, *Kluwer Law International*, p. 10, (2010).

- LEE R., “*The Demographic Transition: Three Centuries of Fundamental Change*”, Journal of Economic Perspectives, Volume 17, Number 4, (2003).
- MAGNANI A., “*Next Generation EU, cos'è e come funziona*”, Il Sole 24 Ore, (2021).
- SANKAR U., “*Environmental Externalities*”, (2006).
- SCALET S., KELLY T. F., “*CSR Rating Agencies: What is Their Global Impact?*”, Journal of Business Ethics, (2010).
- TANG D. Y., YAN J., YAO C. Y., “*The Determinants of ESG Ratings: Rater Ownership Matters*”, (2020).

**Siti web e altri documenti:**

- European Commission, “*Consultation document, review of the non-financial reporting directive*”, (2020).
- European Commission, “*EU ETS Handbook*”, (2010).
- European Commission, “*Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility*”, Green Paper, (2001).
- [https://ec.europa.eu/clima/policies/ets/revision\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/ets/revision_it)
- [https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/international/negotiations_it)

- [https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/progress\\_it](https://ec.europa.eu/clima/policies/strategies/progress_it)
- [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal\\_it#cronologia](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it#cronologia)
- [https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe\\_it#nextgenerationeu](https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe_it#nextgenerationeu)
- [https://unfccc.int/kyoto\\_protocol](https://unfccc.int/kyoto_protocol)
- <https://www.cfainstitute.org/en/about/press-releases/2021/cfa-institute-launches-first-global-certificate-in-ESG-investing>
- <https://www.gruppohera.it/-/hera-lancia-il-primo-green-bond-italiano>
- <https://www.refinitiv.com/en>
- <https://www.sasb.org/about/sasb-and-other-esg-frameworks>
- <https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>
- <https://www.unpri.org/sustainability-issues/environmental-social-and-governance-issues>
- IPCC, “*Summary for Policymakers*”, Special Report: “*Global Warming of 1.5°C*”, (2018).

- Morgan Stanley, “*Morgan Stanley Sustainable Signals: Asset Owners See Sustainability as Core to Future of Investing*”, (2020).
- Raccomandazione UE 2003/361
- REFINITIV, “*Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv*”, (2021).
- Regolamento UE 2020/852 (Taxonomy Regulation).
- TEG, “*Report on EU Green Bond Standard, Overview*”, (2019).
- TEG, “*Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*”, (2020).
- TEG, “*Technical Annex to the final report on EU Taxonomy*”, (2020).
- World Resources Institute, World Business Council for Sustainable Development, “*The Greenhouse Gas Protocol: The GHG Protocol for Project Accounting*”, (2005).